Vanlang.vn
Nhà Sách Online Giá Rẻ

PHƯƠNG PHÁP ĐẦU TƯ WARREN BUFFETT

ROBERT G. HAGSTROM

Những nguyên lý đầu tư của nhà đầu tư vĩ đại nhất thế giới

THE WARREN BUFFETT WAY

Table of Contents

PHONG CÁCH ĐẦU TƯ WARREN BUFFETT

Những lời khen ngợi dành cho cuốn sách

LỜI GIỚI THIỆU

LỜI TỰA

LỜI TỰA

LỜI MỞ ĐẦU

LỜI GIỚI THIỆU

1. NHÀ ĐẦU TƯ VĨ ĐẠI NHẤT THẾ GIỚI

2. HỌC VẤN CỦA WARREN BUFFETT

3. “NGÀNH KINH DOANH CHÍNH CỦA CHÚNG TÔI LÀ BẢO HIỂM”

4. MUA MỘT DOANH NGHIỆP

5. HƯỚNG DẪN ĐẦU TƯ

6. HƯỚNG DẪN ĐẦU TƯ

7. HƯỚNG DẪN ĐẦU TƯ

8. HƯỚNG DẪN ĐẦU TƯ

9. ĐẦU TƯ VÀO NHỮNG CHỨNG KHOÁN THU NHẬP CỐ ĐỊNH

10. QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ

11. TÂM LÝ TIỀN BẠC

12. NHÂN VẬT KHÔNG DUY LÝ

LỜI BẠT

LỜI CẢM ƠN

Robert G. Hagstrom

PHONG CÁCH ĐẦU TƯ WARREN BUFFETT

Bản quyền tiếng Việt © 2010 Công ty Sách Alpha

NHÀ XUẤT BẢN LAO ĐỘNG - XÃ HỘI

Chia sẻ ebook : http://downloadsach.com/

Follow us on Facebook : https://www.facebook.com/caphebuoitoi

Những lời khen ngợi dành cho cuốn sách

Phong cách đầu tư Warren Buffett

“Phong cách đầu tư Warren Buffett tóm tắt sự nghiệp và đưa ra ví dụ về những kỹ thuật và phương pháp đầu tư của ông cùng với những nhân vật quan trọng đương thời. Cuốn sách trình bày chi tiết những quyết định đầu tư quan trọng đã tạo ra mức lợi nhuận kỷ lục có một không hai của Buffett. Đặc biệt, cuốn sách còn bao hàm những suy nghĩ và triết lý của một nhà đầu tư luôn kiếm tiền bằng cách sử dụng những công cụ sẵn có đối với mọi công dân, bất kể họ thuộc tầng lớp nào”.

Peter S. Lynch

Tác giả của hai cuốn sách bán chạy nhất,

One up on Wall Street (Trên đỉnh phố Wall) và Beating the Street (Chinh phục phố Wall)

“Robert Hagstrom đánh giá toàn diện về các chiến lược của Warren Buffett, chỉ ra như thế nào và tại sao đằng sau sự lựa chọn mỗi cổ phiếu quan trọng góp phần tạo nên thành công xuất sắc của ông. Sự uyên thâm và triết lý chất phác của ông cũng là một phần quan trọng của cuốn sách toàn diện, thú vị và hữu ích này”.

Charles C. Bogle

Chủ tịch Tập đoàn Vanguard

“Warren Buffett chắc chắn là Nhà đầu tư Xuất sắc nhất thế kỷ này - Không phải vì ông đã gây dựng được một gia sản lớn từ một thị trường tự do, mà đúng hơn là do ông đã chia sẻ lối suy nghĩ của ông với chúng ta và thẳng thắn chứng minh trí tuệ và lòng can đảm đóng vai trò quan trọng cho thành công. Berkshire Hathaway là vụ đầu tư lớn nhất và lâu dài nhất của tôi. Warren là người thầy tuyệt vời nhất của tôi”.

Charles D. Ellis

Cộng sự quản lý, Greenwich Associates

"Warren Buffett thường được mô tả đơn giản như một 'nhà đầu tư giá trị' hoặc một 'học trò của Ben Graham'. Hagstrom lấp đầy phần còn lại của câu chuyện với những chỉ dẫn cực kỳ thiết thực để tìm kiếm sự thịnh vượng trên thị trường”.

Martin S. Fridson

Giám đốc Điều hành, Merill Lynch

“Với ngôn từ giản dị, cuốn sách này chỉ ra các nguyên tắc mà các nhà đầu tư chứng khoán thành công nhất nước Mỹ trong thời hiện đại đã áp dụng. Cuốn sách chính là một món quà may mắn bất ngờ cho những nhà đầu tư bất hạnh vẫn tiếp tục lúng túng và nhầm lẫn do đã bỏ qua những nguyên tắc cơ bản để thành công trong đầu tư”.

Phil Fisher

Tác giả cuốn Common Stocks and Uncommon Profits

(Cổ phiếu thường - Lợi nhuận phi thường)

Đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng trong việc tìm hiểu về cổ phần, cổ phiếu, chứng khoán, chiến lược đầu tư của độc giả, Alpha Books chọn mua bản quyền, dịch và xuất bản bộ sách Chinh phục thị trường chứng khoán gồm các cuốn như: Giàu từ chứng khoán, Công thức kỳ diệu chinh phục thị trường chứng khoán, Hồi ức của một thiên tài đầu tư chứng khoán, Cổ phiếu thường - lợi nhuận phi thường, Quy tắc số 1: Đầu tư thành công chỉ với 15 phút mỗi tuần, Trên đỉnh Phố Wall, Phố Wall - Một Las Vegas khác, Chết vì chứng khoán: Jesse Livermore - Câu chuyện về nhà đầu tư chứng khoán vĩ đại nhất mọi thời đại, Phong cách đầu tư Warren Buffett… Được tuyển chọn từ những bộ sách về đầu tư, tài chính và chứng khoán nổi tiếng nhất của nhiều tác giả tên tuổi hàng đầu thế giới, hy vọng các cuốn sách này sẽ trở thành món quà giá trị và hữu ích cho tất cả các độc giả quan tâm.

CÔNG TY SÁCH ALPHA

LỜI GIỚI THIỆU

(cho bản tiếng Việt)

Tôi vốn không mặn mà lắm với những cuốn sách viết về các tỉ phú, bởi vì tôi cho rằng không ai có thể thành thực trả lời hai câu hỏi sau đây:

1. Ông/bà có chính xác bao nhiêu tiền?

2. Làm thế nào mà ông/bà có thể kiếm được nhiều tiền như vậy?

Nhưng trong cuộc sống thường có một số ngoại lệ, chẳng hạn như quyển sách mà bạn đang cầm trên tay là một trường hợp đặc biệt khiến tôi có thể vui lòng phá lệ để giới thiệu những điều tuyệt vời nhất mà nó sẽ đem lại.

Trong gần 20 năm qua, Bill Gates và Warren Buffett là hai người liên tục đứng đầu danh sách những người giàu nhất thế giới. Người đầu tiên đã quá nổi tiếng với chúng ta. Còn người thứ hai chỉ mới "nổi" lên gần đây đối với công chúng Việt Nam, phần lớn nhờ vào cơn sốt chứng khoán năm 2006-2007, vì Warren Buffett được xem như là nhà đầu tư chứng khoán vĩ đại nhất mọi thời đại.

* * *

Buffett là một tỉ phú đặc biệt. Đặc biệt trong cách ông kiếm tiền và sử dụng tiền. Rất ít người có thể sánh kịp tốc độ kiếm tiền vừa nhanh vừa bền vững như ông. Trong danh sách những người giàu nhất thế giới suốt gần 30 năm qua, nhiều người đi vào danh sách nhanh như cách họ phất lên, và cũng sớm bị rời khỏi danh sách như cách tài sản họ lụi tàn. Nhưng Buffett thường xuyên có mặt trong danh sách và luôn là cái tên được mọi người ngưỡng mộ nhất.

Buffett hoàn toàn khác biệt so với những người giàu có khác. Mặc dù được xem là nhà đầu tư cổ phiếu vĩ đại nhất thời đại, ông không làm việc ở Phố Wall - nơi quy tụ những đế chế cũng như bộ óc tài chính vĩ đại nhất - và tự cho rằng mình không thuộc về thế giới đó. Mặc dù là một trong những người giàu nhất hành tinh, ông vẫn sống trong một căn nhà đơn giản suốt hàng chục năm qua, đi chiếc xe hơi bình thường nhất, làm việc ở một văn phòng nhỏ và đơn giản (thậm chí không cần đến máy vi tính để theo dõi bảng giá cổ phiếu và phân tích thông tin!). Người ta không thể biết Buffett có chính xác bao nhiêu tiền nếu chỉ nhìn vào cách ông sinh hoạt và chi tiêu.

Nhưng có lẽ điều đặc biệt nhất, và cũng khiến ông được ngưỡng mộ nhất, ở Buffett là ông có thể thoải mái giải thích cho mọi người biết ông có bao nhiêu tiền và ông đã kiếm nhiều tiền như thế nào. Gần 40 năm qua, Buffett thường xuyên viết các bản Báo cáo Thường niên cho cổ đông của tập đoàn Berkshire Hathaway mà ông điều hành. Trong đó, Buffett trình bày rõ ràng các quyết định kinh doanh và đầu tư mà ông và các cộng sự đã thực hiện. Bất kỳ ai, không cần là cổ đông của Berkshire Hathaway, đều có thể được đọc đầy đủ tất cả các bản Báo cáo Thường niên này (thậm chí chúng còn được đăng tải miễn phí trên Internet).

Các bản Báo cáo này là nguồn thông tin duy nhất để chúng ta có thể hiểu về phương pháp làm giàu của Buffett, vì ông rất ít xuất hiện trước công chúng, đúng như tính cách của ông. Nhưng chúng là một nguồn tài liệu vô giá (theo cả nghĩa đen lẫn nghĩa bóng), trong đó Buffett, bằng sự uyên bác lẫn khiêm tốn của mình, đã vui vẻ trình bày tất cả mọi khía cạnh liên quan đến tư duy kinh doanh và đầu tư của mình cho mọi người cùng hiểu, dù người đó là một cổ đông bình thường, một sinh viên, hay thậm chí một đối thủ cạnh tranh của ông.

Vì vậy, để hiểu được cuộc đời và phương pháp của Buffett thì chỉ có một cách duy nhất: đọc và hiểu toàn bộ các bản Báo cáo đó. Với số lượng gần 40 bản, và mỗi bản dài hàng chục trang thì đây không phải là một việc đơn giản cho những người như chúng ta. May mắn thay, tác giả Robert G. Hagstrom đã thực hiện một công việc vô cùng hữu ích: dày công nghiên cứu tất cả các tài liệu đó và tóm tắt thành một cuốn sách đầy đủ nhất về Buffett, được trình bày sao cho một người chưa có kinh nghiệm về kinh doanh và tài chính cũng có thể hiểu được. Đó cũng chính là nguồn gốc ra đời và mục tiêu của cuốn sách mà các bạn đang cầm trên tay: Phong cách đầu tư Warren Buffett (The Warren Buffett Way).

***

Trong vô vàn sách về Warren Buffett đang tràn ngập trên các kệ sách ở Việt Nam hiện nay, cuốn sách này, do Alpha Books mua bản quyền, dịch và xuất bản, có một vị thế riêng. Như đã nói ở trên, số người thường xuyên tiếp xúc để thực sự hiểu Buffett chỉ đếm trên đầu ngón tay, và cho đến nay gần như chưa có ai trong số họ viết một cuốn sách nào về Buffett. Vì vậy, mọi cuốn sách hoặc bài viết về Buffett mà không dựa trên các bản Báo cáo Thường niên do chính tay ông viết đều hoàn toàn không có căn cứ. Rất nhiều tựa sách, bài báo về Buffett hiện nay, do tổng hợp từ quá nhiều nguồn khác nhau, mắc phải khiếm khuyết này, cho nên thật đáng tiếc khi đa số nhà đầu tư ở Việt Nam vẫn chưa có cái nhìn chính xác về sự nghiệp và phương pháp của Warren Buffett.

Cuốn sách này, tập hợp từ các báo cáo của Buffett, được Buffett đọc và chấp nhận cho xuất bản, hoàn toàn có thể xem là một trong những phương tiện tốt nhất để bạn đọc Việt Nam có thể tiếp cận với phương pháp đầu tư của Buffett.

Trái với nhận định của số đông nhà đầu tư Việt Nam hiện nay, rằng Buffett là một con quỷ chuyên hút máu các doanh nghiệp bằng thủ đoạn mua rẻ bán đắt, rằng suy nghĩ của ông vô cùng cao siêu nên người bình thường không thể hiểu và học hỏi được. Phong cách đầu tư Warren Buffett sẽ giúp bạn có một cái nhìn khác và chính xác hơn. Phương pháp của Buffett rất chân thật và vô cùng đơn giản. Tôi cũng tin rằng ai trong chúng ta cũng có thể hiểu được phương pháp của ông và hoàn toàn có thể áp dụng chúng cho môi trường ở Việt Nam.

Dĩ nhiên, không phải ai sau khi nắm được phương pháp của Buffett là tự nhiên có thể giàu như Buffett được. Nếu điều đó đúng thì chính bản thân tôi đã không rảnh rỗi ngồi đây viết những dòng giới thiệu này rồi!? Hiểu được phương pháp của Buffett, điều mà tôi tin rằng có thể thực hiện được sau khi đọc thấu đáo cuốn sách này, sẽ giúp bạn có nền tảng vững chắc trong quá trình tìm ra con đường làm giàu của riêng mình. Vì ngay cả Buffett, trong những năm tháng khởi nghiệp cũng phải bỏ ra nhiều thời gian để học hỏi từ những người khác trước khi tìm ra phương pháp thành công của ông.

Ngày 29 tháng 9 năm 2007

LÊ ĐÌNH LĨNH NAM

Blog Thợ Code Học Làm giàu

(www.cofieu.com.vn/blog)

LỜI TỰA

cho lần xuất bản thứ hai

Năm 1994, khi Robert Hagstrom lần đầu tiên xuất bản cuốn Phong cách đầu tư Warren Buffett, nó nhanh chóng trở thành một hiện tượng. Cho tới nay, đã có hơn 1,2 triệu bản được tiêu thụ. Lòng yêu mến của độc giả chính là minh chứng cho tính đúng đắn của những phân tích và giá trị của những lời khuyên trong cuốn sách.

Bất cứ lúc nào Warren Buffett trở thành chủ đề của một cuốn sách thì cuốn sách đó sẽ dễ dàng được số đông đón nhận. Trong khi hầu hết các nhà đầu tư nghĩ về con số hàng trăm hoặc hàng nghìn, thì Buffett bước vào thế giới của các con số hàng triệu và hàng tỉ. Nhưng điều đó không có nghĩa là chúng ta không học tập được gì ở ông. Ngược lại, nếu chúng ta nhìn vào những việc ông đã và đang làm, và hiểu rõ suy nghĩ của ông, chúng ta sẽ có những quyết định giống ông.

Đó chính là sự đóng góp sâu sắc trong cuốn sách của Robert. Ông nghiên cứu kỹ lưỡng những hành động, từ ngữ, và quyết định của Warren trong nhiều năm, sau đó bắt đầu phân tích chúng để có được những lý thuyết chung. Trong cuốn sách này, ông chắt lọc những lý thuyết thành 12 nguyên lý. Những nguyên lý không hề thay đổi qua thời gian và là kim chỉ nam cho triết lý đầu tư của Buffett, vượt qua mọi hoàn cảnh và mọi thị trường. Những nguyên lý này cũng là kim chỉ nam cho bất cứ nhà đầu tư nào.

Giá trị lâu bền trong tác phẩm của Robert chính là vì nó có mục đích rõ ràng. Mặc dù cuốn sách nói về các phương pháp đầu tư, nhưng về cơ bản nó tập trung chủ yếu vào các nguyên lý đầu tư. Và các nguyên lý thì không bao giờ thay đổi.

Thực tế 10 năm qua mang đến cho chúng ta một minh chứng sống động về sự thật cơ bản đó. Trong 10 năm, xu hướng của thị trường chứng khoán liên tục thay đổi. Chúng ta chứng kiến thời kỳ cao trào của tình trạng bong bóng khiến nhiều người trở nên giàu có, và sau đó bong bóng nhanh chóng ”nổ tung”, thị trường chứng khoán quay trở lại giai đoạn trì trệ, ảm đạm trước khi chạm đáy vào mùa xuân năm 2003 rồi mới bắt đầu hồi phục.

Dù trải qua tất cả những sự kiện đó, phương pháp đầu tư của Warren Buffett không hề thay đổi. Ông vẫn tiếp tục áp dụng những nguyên lý đã được vạch ra trong cuốn sách này:

• Coi việc mua cổ phiếu như mua những niềm vui nhỏ bé trong toàn bộ công việc kinh doanh.

• Xây dựng một danh mục đầu tư doanh thu thấp tập trung.

• Chỉ đầu tư vào thứ bạn có thể hiểu và phân tích.

• Cần phải có biên độ an toàn giữa giá mua và giá trị dài hạn của công ty.

Các nhà đầu tư Berkshire Hathaway thường thu lợi từ phương pháp đầu tư vững chắc đó. Từ khi bắt đầu hồi phục vào năm 2003, giá cổ phiếu Berkshire Hathaway tăng hơn 30%, đạt mức khoảng 20.000 đô la mỗi cổ phiếu, vượt xa tổng lợi nhuận thu được của toàn thị trường trong cùng kỳ.

Một hệ thống tư tưởng của các nhà đầu tư giá trị đã được hình thành từ Benjamin Graham, qua thời đại của Warren Buffett và các nhà đầu tư cùng thời, rồi tới thế hệ các nhà đầu tư tiếp theo như Robert Hagstrom. Buffett, người học trò xuất sắc nhất của Graham, thường khuyên các nhà đầu tư nghiên cứu cuốn sách The Intelligent Investor (Nhà đầu tư thông minh) của Graham. Tôi cũng thường tự khuyên mình như vậy. Tôi tin rằng tác phẩm của Robert chia sẻ với cuốn sách kinh điển đó một điểm đặc biệt mang tính quyết định then chốt: lời khuyên có thể không khiến bạn trở nên giàu có, nhưng chắc chắn sẽ không biến bạn trở thành kẻ nghèo khó. Nếu hiểu và thực hiện thông minh những phương pháp và nguyên lý được trình bày trong cuốn sách này, bạn sẽ trở thành một nhà đầu tư giỏi hơn.

BILL MILLER

CEO, Legg Mason Capital Management

LỜI TỰA

cho lần xuất bản đầu tiên

Một buổi tối đầu năm 1989, tôi đang ở nhà thì chuông điện thoại reo. Cô con gái thứ hai của chúng tôi là Annie, lúc đó 11 tuổi, nhấc máy. Cô bé nói với tôi ông Warren Buffett gọi đến. Tôi cứ ngỡ có ai đó đang đùa. Người gọi đến bắt đầu nói: "Tôi là Warren Buffett từ Omaha (như thể tôi có thể nhầm lẫn ông ấy với một ông Warren Buffett nào khác). Tôi vừa đọc xong cuốn sách của anh, tôi rất thích nó, và tôi muốn trích dẫn một số câu của anh trong bản báo cáo thường niên của Berkshire. Tôi luôn mong muốn viết một cuốn sách, nhưng tôi chưa bao giờ thực sự bắt đầu". Ông nói rất nhanh và rất háo hức đến độ đã nói 40 từ trong vòng 15 hay 20 giây gì đó, kể cả vài câu cười đùa. Tôi đồng ý ngay lập tức và chúng tôi nói chuyện thêm khoảng 5 hay 10 phút. Tôi vẫn còn nhớ câu nói cuối cùng của ông: "Nếu có dịp đến Omaha mà không ghé thăm tôi, tên của anh sẽ bị bêu xấu ở Nebraska đấy".

Rõ ràng là tôi không hề muốn tên mình bị bêu xấu ở Nebraska, nên sáu tháng sau, tôi tới gặp ông tại văn phòng công ty ông. Warren Buffett dẫn tôi đi một vòng thăm khắp công ty (việc này không mất nhiều thời gian lắm vì toàn bộ văn phòng chỉ nằm gọn trong một khoảng không gian chưa bằng một nửa sân tennis). Ở đó có tất cả 11 nhân viên và tôi không hề thấy có bất kỳ chiếc máy tính hay máy yết giá cổ phiếu nào.

Khoảng một giờ sau, chúng tôi tới một nhà hàng địa phương. Tại đây, nơi tôi được thưởng thức món bít tết tuyệt vời và lần đầu tiên trong 30 năm, tôi được uống Coke hương anh đào. Chúng tôi nói về những công việc chúng tôi làm hồi trẻ, về bóng chày, bài brít và trao đổi câu chuyện về những công ty chúng tôi từng đầu tư. Warren kể chuyện và trả lời những câu hỏi về mỗi cổ phần Berkshire sở hữu (ông không bao giờ gọi công ty của mình là Berkshire Hathaway).

Tại sao Warren Buffett trở thành nhà đầu tư xuất sắc nhất trong lịch sử? Ông là người như thế nào trên cương vị một cá nhân, một cổ đông, một nhà quản lý và một chủ sở hữu doanh nghiệp? Bản báo cáo thường niên của Berkshire Hathaway có điều gì độc đáo? Tại sao ông lại dành nhiều nỗ lực cho nó, và người ta có thể học được gì từ đó? Đi tìm câu trả lời những câu hỏi này, tôi đã nói chuyện trực tiếp với ông, đọc lại năm bản báo cáo thường niên gần đây và những bản báo cáo mới nhất của ông với tư cách là Chủ tịch Hội đồng Quản trị (bản báo cáo năm 1971 và năm 1972 chỉ có hai trang). Ngoài ra, tôi còn có buổi nói chuyện với chín cá nhân đã và đang có quan hệ với Warren Buffett và là những người có quan điểm rất khác nhau: Jack Byrne, Robert Denham, Don Keough, Carol Loomis, Tom Murphy, Charlie Munger, Carl Reichardt, Frank Rooney, và Seth Schofield.

Nhận xét về những phẩm chất cá nhân của Buffett, các câu trả lời đều tương đối giống nhau. Trước tiên, Warren Buffett rất hài lòng với những gì mình có. Ông yêu mọi thứ ông làm, quan hệ với mọi người và đọc rất nhiều báo cáo thường niên, báo cáo quý và vô số những bài báo, tạp chí định kỳ. Là một nhà đầu tư, ông rất có kỷ luật, kiên nhẫn, linh hoạt, dũng cảm, tự tin và quyết đoán. Ông luôn tìm kiếm cơ hội đầu tư ở những nơi không có rủi ro hoặc rủi ro đã được tối thiểu hoá. Thêm vào đó, ông là người dự đoán giỏi và là một chuyên gia kiếm lời. Tôi tin rằng khả năng này xuất phát từ lòng yêu thích những con số toán học bẩm sinh, những nỗ lực cống hiến và sự tham gia chủ động trong trò chơi bài brít, và kinh nghiệm lão luyện trong lĩnh vực bảo hiểm và chấp nhận mức độ rủi ro cao trong bảo hiểm và tái bảo hiểm. Ông sẵn sàng chấp nhận rủi ro ở những nơi có tỉ lệ thiệt hại thấp và tiền bồi thường bảo hiểm cao. Ông liệt kê những thất bại, những sai lầm của mình và không hề tạ lỗi. Ông thích nói đùa về bản thân mình và khách quan khen ngợi các cộng sự.

Warren Buffett là một học viên xuất sắc trong lĩnh vực kinh doanh, một người lắng nghe tuyệt vời, ông có thể xác định những nhân tố chính của một công ty hoặc một vấn đề phức tạp với tốc độ và sự chính xác cao. Ông có thể ra quyết định không đầu tư chỉ trong vòng hai phút và đưa ra kết luận đâu là thời điểm thích hợp cho một giao dịch quan trọng chỉ trong vòng một vài ngày nghiên cứu. Ông luôn luôn sẵn sàng, như ông đã nói trong một báo cáo thường niên: “Noah không bắt đầu đóng thuyền khi trời đang mưa”.

Là một nhà quản lý, hầu như ông không bao giờ gọi cho Giám đốc Bộ phận hay Giám đốc Điều hành của một công ty nhưng bất cứ lúc nào, dù là ngày hay đêm, ông đều vui lòng khi họ gọi cho ông để báo cáo hay nhờ tư vấn. Sau khi đầu tư vào một cổ phiếu hay mua toàn bộ một doanh nghiệp, ông trở thành nhà lãnh đạo vui vẻ.

Hai ví dụ về nỗ lực tự học và khả năng thích nghi với môi trường của Warren Buffett đó là diễn thuyết trước công chúng và sử dụng máy vi tính. Trong những năm 1950, Warren đầu tư 100 đô la vào khoá học Dale Carnegie “không tránh cho đầu gối khỏi run khi diễn thuyết trước công chúng mà là diễn thuyết trước công chúng khi đầu gối đang run”. Tại đại hội thường niên của Berkshire trước hơn 2000 người, không cần phải ghi chép, Warren Buffett ngồi trên sân khấu với Charlie Munger, diễn thuyết và trả lời những câu hỏi làm hài lòng Will Rogers, Ben Graham, King Solomon, Phil Fisher, David Letterman, và Billy Crystal. Để chơi được nhiều bài brít hơn, đầu năm 1994, Warren học cách sử dụng máy vi tính để vào mạng và chơi với những người khác trên khắp đất nước. Có lẽ trong tương lai gần, ông sẽ bắt đầu sử dụng một trong hàng trăm dịch vụ phục hồi dữ liệu và thông tin về các công ty có sẵn trong máy vi tính như hiện nay để nghiên cứu đầu tư.

Warren Buffett nhấn mạnh rằng nhân tố quan trọng trong quyết định đầu tư là xác định chính xác giá trị thực của một công ty và trả giá hợp lý. Ông không quan tâm đến những biến động gần đây hay trong tương lai của thị trường. Ông đã mua hơn một tỉ đô la cổ phiếu của Coca-Cola trong năm 1988 và 1989 sau khi cổ phiếu tăng hơn năm lần so với sáu năm trước đó và hơn 500 lần so với 60 năm trước đó. Ông đã tăng số tiền của mình lên bốn lần trong vòng ba năm và lên kế hoạch kiếm được nhiều hơn thế trong vòng năm năm, 10 năm và 20 năm tới với Coke. Năm 1976, ông mua một vị trí rất quan trọng tại GEICO khi cổ phiếu giảm từ 61 đô la xuống chỉ còn 2 đô la và theo nhận định chung thì cổ phiếu ở đó sẽ tụt xuống mức bằng 0.

Một nhà đầu tư bình thường làm thế nào để áp dụng được những phương pháp của Warren Buffett? Warren Buffett không bao giờ đầu tư vào những doanh nghiệp ông không hiểu hoặc nằm ngoài khả năng của ông. Tất cả các nhà đầu tư có thể hiểu và hiểu sâu sắc hơn "vòng tròn khả năng" của họ trong một lĩnh vực chuyên môn, hoặc trong một số lĩnh vực thích nghiên cứu. Một người không phải lúc nào cũng có thể đưa ra nhận định chính xác nhiều lần trong đời. Warren tuyên bố rằng 12 quyết định đầu tư trong 40 năm sự nghiệp của ông đã làm cho tình thế hoàn toàn thay đổi.

Rủi ro được giảm thiểu đáng kể khi nhà đầu tư chỉ tập trung vào một số ít loại cổ phiếu nếu nó buộc họ phải cẩn trọng hơn trong quá trình nghiên cứu. Hơn 75% số người nắm giữ cổ phiếu thường của Berkshire chỉ kinh doanh trên năm loại chứng khoán khác nhau. Một trong những nguyên tắc nhiều lần được giải thích rõ trong cuốn sách này là: mua cổ phiếu của những doanh nghiệp lớn khi họ đang gặp khó khăn nhất thời, hoặc khi thị trường chứng khoán có xu hướng đi xuống và tạo ra giá cả hợp lý. Hãy ngừng dự đoán chiều hướng biến động của thị trường chứng khoán, nền kinh tế, tỉ lệ lãi suất, hay những cuộc bầu cử, và ngừng lãng phí tiền bạc vào những cá nhân kiếm sống bằng nghề này. Thay vào đó hãy nghiên cứu số liệu thực tế và điều kiện tài chính, đánh giá triển vọng của một công ty, và quyết định mua khi mọi thứ có lợi cho bạn. Nhiều người đầu tư theo cách tương tự như chơi bài suốt đêm mà không thèm ngó ngàng gì tới quân bài của họ cả.

Rất ít nhà đầu tư có kiến thức và lòng can đảm dám mua cổ phiếu của GEICO với giá 2 đô la hoặc của Wells Fargo hay General Dynamics khi nhiều người có trình độ cho rằng những công ty này đang lâm vào tình thế nghiêm trọng. Còn Warren Buffett thường mua cổ phiếu của Capital Cities/ ABC, Gillette, Washington Post, Affiliated Publications, Freddie Mac hay Coca-Cola, những công ty được điều hành tốt với lịch sử lợi nhuận bền vững và là những doanh nghiệp nhượng quyền kinh doanh có ảnh hưởng lớn (những vụ làm ăn này mang lại cho Berkshire Hathaway hơn 6 tỉ đô la lợi nhuận, chiếm 60% trong tổng số 10 tỉ đô la vốn cổ đông).

Cùng với những cổ đông của mình, Warren Buffett sử dụng báo cáo thường niên của Berkshire nhằm giúp công chúng trở thành những nhà đầu tư giỏi hơn. Ông sống trong một gia đình có những cây viết giỏi, và dì Alice của ông là một giáo viên trường công lập trong hơn 30 năm. Warren Buffett yêu thích cả dạy và viết về kinh doanh, đặc biệt là đầu tư. Năm 21 tuổi, ông dạy trong một chương trình tình nguyện khi đang theo học trường Đại học Nebraska tại Omaha. Năm 1955, khi đang làm việc tại New York, ông tham gia giảng dạy cho một khoá đào tạo kiến thức thị trường chứng khoán tại trường Trung học Scarsdale. Trong vòng 10 năm từ cuối những năm 1960 tới những năm 1970, ông tham gia một khoá giảng dạy miễn phí tại trường Đại học Creighton. Năm 1977, ông làm việc trong một Uỷ ban do Al Sommer Jr. đứng đầu, đảm nhiệm công tác tư vấn cho Uỷ ban Hối đoái và Chứng khoán để vạch trần những hành động mờ ám trong kinh doanh. Sau đó, phạm vi báo cáo thường niên của Berkshire thay đổi rất nhiều với bản báo cáo năm 1977. Bố cục tương đồng hơn với các báo cáo của công ty hợp danh mà ông viết từ năm 1956 tới năm 1969.

Từ đầu những năm 1980, các báo cáo thường niên của Berkshire thông báo cho các cổ đông về tình trạng cổ phần của công ty và những vụ đầu tư mới, cập nhật tình trạng của ngành bảo hiểm và tái bảo hiểm, và (từ năm 1982) liệt kê danh mục những tiêu chuẩn chuyển nhượng của các doanh nghiệp Berkshire sẽ mua cổ phiếu. Bản báo cáo được bổ sung rất nhiều ví dụ, suy luận, những câu chuyện, và phép ẩn dụ chứa đựng những điều nên và không nên trong một vụ đầu tư chứng khoán đích thực.

Warren Buffett xây dựng tiêu chuẩn cao đối với hoạt động của Berkshire trong tương lai thông qua thiết lập mục tiêu tăng trưởng giá trị nội tại 15% một năm trong dài hạn, một con số ít người làm được. Từ năm 1956 đến năm 1993, ngoài ông ra, không ai thực hiện được mục tiêu này. Ông tuyên bố rằng rất khó duy trì tiêu chuẩn này do quy mô công ty quá lớn, nhưng vẫn luôn có nhiều cơ hội và Berkshire dự trữ nhiều tiền mặt để luôn sẵn sàng đầu tư và tăng trưởng hàng năm. Sự tự tin của ông được nhấn mạnh qua những chữ cuối cùng trong trang 60 của bản báo cáo thường niên tháng Sáu năm 1993: “Từ năm 1967, Berkshire không công bố cổ tức tiền mặt”.

Warren Buffett từng thổ lộ ông luôn muốn viết một cuốn sách về đầu tư. Hy vọng một ngày nào đó, điều này sẽ trở thành hiện thực. Tuy vậy, cho đến khi điều đó xảy ra, những báo cáo thường niên của ông ở một góc độ nào đó phù hợp với quan điểm của những học giả thế kỷ XIX - những người cùng viết một cuốn sách là Edgar Allen Poe, William Makepeace Thackery, và Charles Dicken. Những báo cáo thường niên của Berkshire Hathaway từ năm 1977 đến năm 1993 chính là 17 chương của cuốn sách đó. Hiện tại, chúng ta có cuốn Phong cách đầu tư Warren Buffett, trong đó Robert Hagstrom phác hoạ con đường sự nghiệp của Buffett và đưa ra những ví dụ về

kỹ thuật và phương pháp đầu tư của ông cũng như những nhân vật quan trọng trong quá trình đó. Cuốn sách trình bày chi tiết những quyết định đầu tư quan trọng tạo ra mức lợi nhuận kỷ lục có một không hai của Buffett. Cuối cùng, cuốn sách bao hàm những suy nghĩ và triết lý của một nhà đầu tư luôn kiếm tiền bằng cách sử dụng những công cụ sẵn có đối với mọi công dân bất kể họ thuộc tầng lớp nào.

PETER S.LYNCH

Tác giả cuốn sách One up on Wall Street

(Trên đỉnh phố Wall)

LỜI MỞ ĐẦU

Cách đây đúng hai năm, khi đang học để trở thành nhà môi giới đầu tư với Legg Mason, tôi nhận được bản báo cáo thường niên của Berkshire Hathaway như một phần tài liệu đào tạo. Đó chính là lần đầu tiên tôi biết đến Warren Buffett.

Cũng như nhiều từng đã đọc các báo cáo thường niên của Berkshire, tôi nhanh chóng bị ấn tượng bởi sự rõ ràng, rành mạch trong cách viết của Buffett. Là một giáo sư trẻ tuổi, suốt những năm 1980, tôi phát hiện ra rằng, đầu tôi không ngừng xoay quanh chứng khoán bởi tôi luôn cố gắng theo kịp sự phát triển của thị trường, nền kinh tế và những giao dịch chứng khoán hàng ngày. Tuy vậy, mỗi lần tôi đọc một câu chuyện của Warren Buffett, hoặc một bài viết của ông, thì giọng nói đầy lý trí của ông dường như có sức mạnh hơn sự hỗn loạn của thị trường. Sự điềm tĩnh của ông đã truyền cảm hứng để tôi viết cuốn sách này.

Khó khăn cơ bản tôi gặp phải khi viết Phong cách đầu tư Warren Buffett là tán thành hay phản bác lời khẳng định của Buffett: "Việc tôi làm vượt qua khả năng của bất kỳ ai". Một số nhà phê bình cho rằng không phải ai cũng có khả năng làm theo phong cách đầu tư của Warren Buffett. Tôi không tán thành quan điểm này. Warren Buffett là một người có phong cách. Đó là nguồn gốc thành công của ông. Tuy nhiên, phương pháp luận của ông được cho là thích hợp với các cá nhân và tổ chức. Tôi viết cuốn sách này nhằm giúp các nhà đầu tư nắm bắt được những chiến lược từng giúp Warren Buffett thành công.

Phong cách đầu tư Warren Buffett mô tả bản chất của phương pháp đầu tư đơn giản. Cho dù bạn có đủ tiền để mua 10% cổ phần của một công ty, hay chỉ mua được 100 cổ phiếu thì cuốn sách này cũng giúp bạn thu lợi nhuận khi đầu tư.

Nhưng đừng so sánh bạn với Warren Buffett, người đã có năm mươi năm kinh nghiệm vừa là chủ sở hữu vừa đầu tư vào các công ty. Điều này khiến bạn khó có thể "noi gương" mức lợi nhuận đầu tư lịch sử của ông. Thay vào đó, hãy so sánh những kết quả bạn đạt được với nhóm người cùng tuổi, cho dù nhóm này bao gồm cả những quỹ đầu tư được quản lý tích cực, quỹ chỉ số, hay thị trường rộng lớn hơn nói chung.

Lần xuất bản đầu tiên của cuốn sách này thu được thành công đáng kể, và tôi rất hài lòng khi nó hữu ích với nhiều độc giả. Tuy vậy, thành công của cuốn Phong cách đầu tư Warren Buffett trước hết là bằng chứng về Warren Buffet. Tính cách hóm hỉnh và chính trực của ông hấp dẫn hàng triệu độc giả trên toàn thế giới. Qua nhiều năm, trí tuệ và kỷ lục đầu tư của ông đã mê hoặc

cộng đồng đầu tư chuyên nghiệp, trong đó có cả tôi. Sự kết hợp có một không hai này khiến Warren Buffett trở thành hình mẫu nổi tiếng nhất trong lĩnh vực đầu tư hiện nay.

Tôi chưa từng gặp Warren Buffett trước khi viết cuốn sách này, và tôi cũng không hề tham khảo ý kiến ông suốt quá trình phát triển nó. Mặc dù tham khảo ý kiến ông chắc chắn sẽ là một lợi thế, nhưng tôi may mắn có khả năng phác hoạ từ những bài viết về đầu tư của ông trong hơn bốn thập kỷ qua. Xuyên suốt cuốn sách, tôi đã mượn rất nhiều đoạn trích từ các báo cáo thường niên của Berkshire Hathaway, đặc biệt là những bức thư của vị Chủ tịch nổi tiếng này. Buffett cho phép tôi sử dụng những tài liệu được đóng dấu bản quyền, nhưng chỉ sau khi ông duyệt cuốn sách. Sự cho phép này tuyệt nhiên không có nghĩa là ông hợp tác viết cuốn sách hay ông sẵn lòng cung cấp cho tôi những tài liệu hay chiến lược bí mật không có trong những bài viết công khai của ông.

Hầu hết mọi việc Buffett làm đều công khai, nhưng bị ghi chép rời rạc. Theo ý kiến của cá nhân tôi, điều cần thiết và có giá trị đối với các nhà đầu tư là một cuộc nghiên nghiên cứu thấu đáo lối tư duy và các chiến lược của ông cùng với những vụ đầu tư mà Berkshire tiến hành trong nhiều năm qua. Tất cả nên được biên soạn thành một nguồn. Và đó chính là điểm khởi đầu cho lần xuất bản đầu tiên của cuốn Phong cách đầu tư Warren Buffett.

Sau 10 năm, bản sửa đổi này vẫn tiếp tục duy trì những mục tiêu cơ bản: Nghiên cứu những hoạt động gần đây của Buffett để rút ra những bài học và xem xét khi nào sự thay đổi môi trường tài chính dẫn đến những thay đổi trong chiến lược đầu tư của ông.

Một số vấn đề nhanh chóng trở nên rõ ràng. Trong những năm gần đây, mức độ hoạt động của Buffett trên thị trường chứng khoán giảm đáng kể. Ông mua công ty thường xuyên hơn mua cổ phiếu. Thi thoảng lắm, ông mới chuyển sang chơi trái phiếu và trái phiếu chính phủ. Mặc dù thu được lợi nhuận cao nhưng khi chúng trở nên kém hấp dẫn, ông lại dừng chơi.

Một số những công ty ông mới mua lại sẽ được giới thiệu ở những chương tiếp theo, và chúng ta sẽ cùng xem xét đặc điểm của chúng phản ánh các nguyên lý trong Phong cách đầu tư Warren Buffett như thế nào. Tuy nhiên, do phần lớn các công ty này là công ty tư nhân trước khi Warren Buffett mua lại, nên những số liệu tài chính không được công khai. Vì vậy, tôi không thể tự tin khẳng định Buffett suy nghĩ thế nào về điều kiện kinh tế của các công ty này mà chỉ có thể nói rằng rõ ràng ông thích điều ông nhìn thấy.

Với ấn bản mới này, tôi cũngcố gắng kết hợp chặt chẽ một số dữ liệu không có trong ấn bản đầu tiên. Tôi thêm vào một chương nói về phong cách quản lý danh mục đầu tư của Buffett, một phong cách được ông gọi là “đầu tư tập trung”. Đó là nền tảng cho sự thành công của ông, và tôi

đặc biệt lưu ý bạn đọc về điều này. Tôi cũng thêm vào một chương đề cập đến tâm lý tiền bạc, trong đó rất nhiều trường hợp cảm xúc làm hỏng những quyết định sáng suốt. Để đầu tư thông minh, quan trọng là bạn phải nhận thức được rằng mọi cám dỗ sẽ dẫn tới hành động ngu ngốc. Điều này cần thiết vì hai lý do: Nếu bạn biết cách nhận ra những hố sâu tình cảm, bạn sẽ tránh không rơi vào chúng. Bạn sẽ nhận ra những sai lầm của người khác và kịp thời thu lợi nhuận từ những sai lầm của họ.

Mười năm là một quãng thời gian rất dài, hoặc ngắn tùy thuộc vào hoàn cảnh và quan điểm cá nhân của bạn về thế giới. Đối với các nhà đầu tư, điều chúng tôi có thể nói đó là trong suốt 10 năm, bối cảnh thay đổi, nhưng những nền tảng cơ bản thì không. Điều đó rất có ý nghĩa bởi vì trong 10 năm khác, bối cảnh lại thay đổi ngược lại, hoặc thay đổi theo một chiều hướng hoàn toàn khác. Những người tiếp tục trung thành với những nguyên lý cơ bản sẽ vượt qua được những thăng trầm tốt hơn hẳn những người còn lại.

Trong vòng 10 năm kể từ khi tôi viết cuốn sách này, thị trường chứng khoán ngày càng sôi động. Các bình luận viên truyền hình, nhà phân tích, người viết về tài chính, và các nhà chiến lược đều nói quá nhiều để thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư. Cùng lúc đó, nhiều nhà đầu tư lại bị thu hút vào những phòng chat trên mạng Internet và những nhóm được lập ra để trao đổi thông tin và mánh khoé đầu tư.

Mặc dù tất cả thông tin này được tự do công khai, nhưng các nhà đầu tư thấy ngày càng khó thu được lợi nhuận. Thậm chí một số người còn thấy khó tiếp tục sự nghiệp đầu tư. Giá cổ phiếu tăng vọt mà không rõ nguyên nhân, rồi sau đó lại giảm mạnh nhanh chóng. Những người chuyển sang đầu tư vì mục đích đảm bảo giáo dục cho con cái và lương hưu thường xuyên sợ hãi. Dường như thị trường chứng khoán không bao giờ hoạt động theo một nhịp cố định mà luôn lên xuống bất thường.

Tránh xa sự "điên loạn của thị trường" là khôn ngoan và cũng là lời khuyên của Warren Buffett. Trong một môi trường mà dường như kẻ đầu cơ được thiên vị hơn nhà đầu tư, lời khuyên đầu tư của Buffett một lần nữa được chứng minh là nơi ẩn náu an toàn cho hàng triệu nhà đầu tư lạc lối. Đôi khi, các nhà đầu tư "lạc lối" sẽ kêu lên: "Lần này nhất định phải khác!". Đôi khi họ đúng. Các chính trị gia phải kinh ngạc, thị trường phản ứng, rồi nền kinh tế phản ứng lại theo một nhịp điệu hơi khác biệt. Nhiều công ty mới liên tục ra đời khi các công ty khác trưởng thành. Nhiều ngành công nghiệp phát triển và tự thích nghi. Sự thay đổi liên tục diễn ra, nhưng các nguyên lý đầu tư được đề cập đến trong cuốn sách này vẫn không hề thay đổi.

Đây là một bài học ngắn gọn và súc tích từ bản báo cáo thường niên năm 1996:

“Với tư cách là một nhà đầu tư, mục tiêu của bạn nên đơn giản là sẽ mua được cổ phiếu của ngành kinh doanh mang lại lợi nhuận chắc chắn cao hơn 5, 10 và 20 lần so với hiện tại. Qua một thời gian, bạn sẽ thấy chỉ có một số ít các công ty có thể đáp ứng được những tiêu chuẩn này. Vì vậy, khi bạn thấy một trong số các công ty đó đạt tiêu chuẩn, bạn nên mua một số lượng chứng khoán có ý nghĩa”.

Cho dù năng lực tài chính của bạn như thế nào, bạn cũng luôn có cơ hội đầu tư. Cho dù bạn quan tâm tới ngành hay công ty nào, thì bạn cũng không thể tìm được một tiêu chuẩn tốt hơn thế.

ROBERT G. HAGSTROM

Villanova, Pennsylvania

Tháng Chín năm 2004

LỜI GIỚI THIỆU

Cha tôi, ông Philip A. Fisher, rất tự hào khi Warren Buffett tán thành một số quan điểm của ông và hai người trở thành bạn bè thân thiết, lâu năm. Nếu cha tôi còn sống để viết lời giới thiệu này, ông sẽ giành ngay lấy cơ hội được chia sẻ những cảm xúc tốt đẹp mà ông đã trải nghiệm trong nhiều thập kỷ với Buffett - một trong số rất ít những nhà đầu tư toả sáng và khiến thành tích đầu tư của ông bị lu mờ. Cha tôi đặc biệt yêu quý Warren Buffett và lấy làm vinh hạnh khi Buffett đề cao một số ý kiến của ông. Cha tôi qua đời ở tuổi 96, chính xác là ba tháng trước khi tôi nhận được một lá thư đầy bất ngờ đề nghị tôi viết về cha tôi và Warren Buffett. Lời giới thiệu này sẽ giúp tôi kết nối một vài điểm và bật mí một số bí mật liên quan đến hai người. Đối với những độc giả của cuốn Phong cách đầu tư Warren Buffett, tôi hy vọng mình có thể mang đến một nghiên cứu rất cá nhân về một phần quan trọng trong lịch sử đầu tư và một số suy nghĩ về cách thức sử dụng tốt nhất cuốn sách tuyệt vời này.

Tôi nói rất ít về Buffett bởi ông là chủ đề của cuốn sách này và Robert Hagstrom đã đề cập toàn bộ nền tảng đó với sự kính trọng và thấu hiểu. Cha tôi nổi tiếng. Mọi người đều biết cha tôi có ảnh hưởng quan trọng tới Warren Buffett. Như Hagstrom viết, ảnh hưởng của cha tôi ngày càng rõ nét trong lối suy nghĩ của Buffett những năm gần đây. Về phần mình, có lẽ do cha tôi thân thuộc với Warren Buffett nên ông ngày càng thán phục những phẩm chất của Warren mà ông cảm thấy là cần thiết để thành công trong đầu tư, nhưng lại hiếm có ở các nhà quản lý đầu tư.

Cách đây 40 năm, khi Buffett tới thăm cha tôi, trong một thế giới với những công cụ thông tin tương đối sơ khai so với các tiêu chuẩn ngày nay, cha tôi có cách riêng để thu thập thông tin. Qua nhiều thập kỷ, ông từng bước xây dựng một nhóm các chiến hữu, những tay đầu tư chuyên nghiệp ông kính trọng và biết rõ về ông đủ để hiểu điều ông thích và không thích, những người có thể chia sẻ các ý tưởng với ông. Cuối cùng, ông kết luận rằng, ông sẽ gặp tất cả các chuyên gia đầu tư trẻ tuổi một lần. Nếu ông có ấn tượng, ông sẽ gặp lại và xây dựng mối quan hệ với họ. Hiếm khi ông gặp lại ai lần thứ hai. Những tiêu chuẩn ông đề ra rất cao! Trong đầu ông, nếu bạn không đạt được điểm "A" thì có nghĩa là bạn chỉ đạt điểm "F" mà thôi. Và khi ông có thành kiến với ai đó, thì có nghĩa là ông sẽ loại bỏ người đó mãi mãi.

Warren Buffett là một trong số rất ít các nhà đầu tư trẻ gây ấn tượng mạnh với cha tôi ngay trong lần gặp gỡ đầu tiên và xứng đáng cho lần gặp gỡ thứ hai và nhiều lần gặp gỡ sau đó nữa. Cha tôi là một người có đánh giá sắc sảo về tính cách và kỹ năng. Quả là khác thường! Ông xây dựng sự nghiệp dựa trên nền tảng đánh giá con người. Đó là một trong những phẩm chất tuyệt vời nhất của ông và là lý do chính giải thích tại sao ông lại quá chú trọng đánh giá phẩm chất

quản lý kinh doanh trong phân tích chứng khoán. Ông luôn luôn tự hào vì đã đặt bút cho Warren Buffett điểm "A" trước khi Buffett nổi tiếng và được tôn vinh xứng đáng.

Mối quan hệ giữa Warren Buffett và cha tôi vượt qua được những sai lầm hiếm hoi của cha tôi khi ông nhỡ gọi Buffett là "Howard". Đây là một câu chuyện đáng chú ý không bao giờ được kể ra ngoài và có lẽ nói lên nhiều điều về cả cha tôi và Warren Buffett.

Cha tôi là một người đàn ông nhỏ bé có trí tuệ lớn. Ông hay hồi hộp khi bị xúc động, và bất an. Ông thực sự là nô lệ của thói quen. Ông làm theo sách giáo lý vấn đáp nghiêm ngặt bởi vì chúng làm ông cảm thấy an toàn hơn. Ông thích ngủ, bởi vì khi ngủ, ông không bao giờ hồi hộp, lo lắng hay bất an. Vì vậy, khi không thể làm cho trí óc mình hoạt động vào buổi đêm (điều này cũng thường xảy ra), ông lại chơi một trò chơi rèn luyện trí nhớ. Ông thường chơi một trò ru ngủ là trò nhớ tên và địa hạt của tất cả các thành viên trong Quốc hội cho tới khi ông ngủ thiếp đi.

Từ năm 1942, ông bắt đầu nhớ tên của Howard Buffett và hết lần này qua lần khác, từ đêm này sang đêm khác, liên kết nó với Omaha trong vòng hơn một thập kỷ. Não của ông liên kết máy móc các từ "Omaha", "Buffett", và "Howard" như một chuỗi có liên hệ với nhau trước khi ông gặp Buffett. Cho tới khi sự nghiệp của Warren bắt đầu được tạo dựng, hai thập kỷ đã trôi qua trước khi cha tôi hoàn toàn bỏ qua mối kết nối giữa Buffett, Omaha và "Howard". Điều đó làm cha tôi khó chịu vì ông không thể kiểm soát được đầu óc của mình và bởi vì ông mến mộ Warren Buffett và đánh giá cao mối quan hệ của họ. Cha biết chính xác Warren Buffett là ai, nhưng trong một cuộc nói chuyện thoải mái bạn bè ông thường nói những câu kiểu như, "Đó là chàng trai trẻ thông minh Howard Buffett đến từ Omaha". Ông càng nói như vậy, nó càng khó biến mất khỏi cách nói của ông. Một người đàn ông của thói quen đến bực tức.

Một buổi sáng khi họ gặp nhau, cha tôi đang chuẩn bị nói "Howard" thay vì "Warren". Vẫn vậy, một lúc nào đó trong cuộc nói chuyện, cha tôi gọi Warren là ''Howard". Nếu Warren nhận ra, ông không có thái độ gì cả và chắc chắn không sửa cho cha tôi. Điều này thi thoảng lại xảy ra trong suốt những năm 1970. Bước sang những năm 1980, cuối cùng thì cha tôi cũng hoàn toàn loại bỏ được từ "Howard" trong bất cứ câu nào khi muốn nói tới Buffett. Ông thực sự tự hào khi ông bỏ được từ "Howard" lại phía sau mãi mãi. Những năm sau đó, tôi hỏi ông rằng ông có giải thích điều này với Buffett không thì ông trả lời rằng ông không nói gì cả, bởi vì điều đó làm ông cảm thấy rất lúng túng.

Mối quan hệ của họ vẫn tồn tại, bởi vì nó được xây dựng dựa trên nhiều thứ mạnh mẽ hơn. Tôi cho rằng, một trong những phần cốt lõi trong mối quan hệ của họ là triết lý sống được sẻ chia cùng những con người chính trực và có kỹ năng. Khi nói về việc giám sát những nhà quản lý của

Berkshire Hathaway, Buffett nói: “Chúng ta không dạy 400 vận động viên bóng chày cách chạy thế nào”. Đó chính xác là câu trích từ một cuốn sách của bố tôi. Cùng với điều tốt đẹp nhất, đừng hiểu lầm về điều đó, và đừng nói với họ phải làm gì.

Qua nhiều năm, cha tôi bị ấn tượng với cách thức Buffett trưởng thành trong vai trò một nhà đầu tư mà không hề vi phạm bất kỳ nguyên tắc cơ bản nào của ông. Qua từng thập kỷ, Buffett làm nhiều thứ mà không ai dự đoán được từ những gì viết về ông trong quá khứ, và làm rất tốt. Với cách thức đầu tư chuyên nghiệp, hầu hết mọi người học một số phong cách mánh khoé cụ thể trong đầu tư và không bao giờ thay đổi nó. Họ mua chứng khoán P/E thấp, những công ty công nghệ hàng đầu hoặc bất cứ thứ gì. Họ xây dựng mánh khoé đó và không bao giờ thay đổi, hoặc chỉ thay đổi chút ít. Ngược lại, Warren Buffett luôn có phương pháp mới, từ thập kỷ này qua thập kỷ khác. Vì vậy, mọi người không dự đoán được ông định làm gì tiếp theo. Bạn không thể dự đoán khuynh hướng cửa hàng uỷ quyền trong những năm 1970 từ khuynh hướng giá trị nghiêm ngặt nguyên bản của ông. Bạn không thể dự đoán khuynh hướng những sản phẩm tiêu dùng trong những năm 1980 tại mức P/E trung bình trên thị trường từ phương pháp trước đây của ông. Khả năng thay đổi của ông và thực hiện điều đó thành công có thể là một cuốn sách. Khi hầu hết mọi người cố gắng phát triển như ông. Họ đều thất bại. Buffett không thất bại, cha tôi tin như vậy, bởi vì Buffett không bao giờ quên mình là ai. Ông luôn luôn giữ nguyên chân lý cho bản thân ông.

Cha tôi thường đọc đi đọc lại và trích dẫn bài thơ nổi tiếng của Rudyard Kipling , bài thơ ”If” khi nói chuyện với tôi. Tôi giữ bài thơ cạnh bàn làm việc như giữ ông luôn gần gũi với tôi. Không chắc chắn, nhưng là một người ngoan cường, ông sẽ nói cho bạn theo cách giống như Kipling: rất nghiêm túc về sự nghiệp và những vụ đầu tư, nhưng lại không coi bản thân bạn quá nghiêm túc. Ông sẽ hối thúc bạn suy ngẫm về những lời chỉ trích mà người khác dành cho bạn, nhưng không bao giờ coi bạn là quan toà. Ông sẽ hối thúc bạn thử thách bản thân mình, nhưng không đánh giá bạn khi bạn thất bại hay khi bạn tự coi mình là kẻ bại trận, ông sẽ khuyến khích bạn cố gắng lần nữa. Và ông sẽ hối thúc bạn làm việc tiếp theo, không thể nào đoán trước được.

Đó là một phần về Buffett, tài năng phát triển luôn đi kèm với những giá trị và quá khứ của ông - hành động tiếp theo không thể dự đoán được - đó là điều cha tôi thán phục nhất ở ông. Tự do tiến lên từ những hạn chế, cách nói, lệ thường và niềm tự hào trong quá khứ. Theo suy nghĩ của cha tôi, Buffett là hiện thân của một số những phẩm chất bất diệt của Kipling.

Đáng tiếc là trong xã hội, luôn tồn tại một phần trăm rất nhỏ nhưng lại là một con số thực sự lớn những kẻ vô lại tiểu nhân hay đố kị không thể tạo ra cuộc sống cho riêng mình và họ thích nói xấu người khác. Mục đích cuộc sống của những tâm hồn lầm đường lạc lối này là “không ăn

được thì đạp đổ" - cố gắng tạo ra nỗi đau ở những nơi họ không thể thu về lợi nhuận. Khi một sự nghiệp thành công kết thúc, thì cùng lúc đó bùn đất sẽ được ném vào hầu hết mọi người cho dù thành quả họ đạt được là thế nào. Người cha của tôi luôn mong ước rằng bùn đất sẽ được ném vào tất cả mọi người, kể cả ông, nhưng là dành cho những người ông thán phục, ông hi vọng nó sẽ không dính vào người. Khi bùn đất được ném đi, ông hi vọng những người ông thán phục, theo phong cách của Kipling, sẽ suy ngẫm về sự chỉ trích mà không cảm thấy bị xét xử. Luôn luôn là qua con mắt của Kipling!

Qua một quãng đường sự nghiệp dài hơn hầu hết mọi người, bản thân Warren Buffett đã tuyên bố "trắng án" – ông từng bị nói xấu nhưng điều đó chẳng ảnh hưởng gì đến ông. Trở lại những giá trị căn bản của Buffett, ông luôn biết chính xác ông là ai và ông định làm gì. Ông không hề bị dằn vặt trước những mâu thuẫn về lợi ích có thể huỷ hoại những nguyên tắc của ông hơn dẫn tới những hành vi kém thán phục. Không hề có một chút bùn nào ném vào ông và vì vậy không hề có bùn dính vào người. Đó là một phần quan trọng của Warren Buffett mà bạn nên cố gắng cạnh tranh với ông. Hãy luôn biết mình là ai.

Tôi viết lời giới thiệu một phần là để gợi ý các bạn cách sử dụng cuốn sách. Suốt sự nghiệp của tôi, mọi người hỏi tôi tại sao tôi không làm những điều giống cha tôi hay tại sao tôi không làm những điều giống Buffett. Câu trả lời thật đơn giản. Tôi là tôi, không phải họ. Tôi phải sử dụng những lợi thế của riêng mình. Tôi không có cách đánh giá con người khôn ngoan như cha tôi và tôi không phải là một thiên tài như Buffett.

Điều quan trọng là hãy sử dụng cuốn sách này để học, nhưng đừng sử dụng nó để hành động giống như Warren Buffett. Bạn không thể là Warren Buffett và nếu cố gắng, có thể bạn sẽ ngày càng trở nên tồi tệ hơn. Sử dụng cuốn sách này để hiểu các ý tưởng của Warren Buffett và sau đó kết hợp đưa những ý tưởng này để tạo thành phương pháp đầu tư của riêng bạn. Bạn chỉ thành công khi đó là ý kiến của riêng bạn. Ý nghĩa sâu sắc bên trong cuốn sách này chỉ hữu ích khi bạn "hấp thụ" chúng vào cá tính của bạn thay vì cố gắng bóp méo tính cách để phù hợp với những ý nghĩa sâu sắc này. (Một tính cách bị bóp méo là một nhà đầu tư tồi tệ trừ khi bị bóp méo tự nhiên). Tôi đảm bảo rằng bạn không thể là Warren Buffett dù bạn đọc, hay bạn cố gắng như thế nào đi chăng nữa. Bạn phải là bản thân bạn.

Đó là bài học lớn nhất tôi học được từ cha tôi, một giáo viên thực sự tuyệt vời ở mọi trình độ. Bài học lớn nhất bạn có thể học được từ Warren Buffett là gì? Hãy học nhưng đừng cố mong giống như ông. Nếu bạn là một độc giả trẻ tuổi, bài học đầu tư lớn nhất dành cho bạn là hãy tự khám phá xem mình thực sự là ai. Nếu bạn là một độc giả lớn tuổi, bài học lớn nhất dành cho bạn đó là bạn thực sự trẻ hơn bạn nghĩ và bạn nên hành động theo cách đó. Đây quả là một món

quà quý hiếm. Nếu điều đó là không thể, thì Buffett sẽ không thể tiếp tục phát triển ở độ tuổi mà đối với hầu hết mọi người đã là tuổi về hưu rồi. Hãy coi Warren Buffett như một nhà giáo, không phải là một mẫu hình, và hãy coi cuốn sách này là một giáo án tốt nhất của ông, dễ hiểu và dễ học. Bạn sẽ học được rất nhiều từ cuốn sách này và đó có thể là nền tảng cho sự phát triển triết lý đầu tư thành công của riêng bạn.

KENNETH L. FISHER

1. NHÀ ĐẦU TƯ VĨ ĐẠI NHẤT THẾ GIỚI

Hàng năm, tạp chí Forbes công bố danh sách 400 người Mỹ giàu nhất, The Elite Forbes 400. Những cá nhân trong danh sách xuất hiện rồi biến mất từ năm này qua năm khác khi hoàn cảnh cá nhân của họ thay đổi và lĩnh vực của họ có những bước thăng trầm, nhưng có một số tên tuổi vẫn luôn tồn tại. Trong số những cá nhân dẫn đầu danh sách trong nhiều năm là những siêu tỉ phú. Họ là những người tìm thấy sự giàu có từ một sản phẩm nào đó (phần mềm hoặc phần cứng máy tính), một dịch vụ (bán lẻ), hoặc nhờ vào khoản thừa kế may mắn. Trong số top 5 người giàu có nhất luôn có tên trong bản danh sách, chỉ có duy nhất một người làm giàu nhờ khả năng thấu hiểu đầu tư. Người đó chính là Warren Buffett.

Đầu những năm 1990, ông đã xếp số một trong bản danh sách. Sau đó một vài năm, ông dao động giữa vị trí số 1 và số 2 với một chàng trai có tên là Bill Gates. Thậm chí là tại thời điểm hiện tượng dot.com bùng nổ hồi năm 2000, khi phần lớn những đại diện cho sự giàu có trong bảng xếp hạng 400 của Forbes đều vươn lên nhờ sự phát triển hiện tượng trong công nghệ, thì Buffett, con người luôn vui vẻ lảng tránh bất cứ thứ gì liên quan đến công nghệ cao, vẫn đứng vững chắc ở vị trí thứ 4. Ông vẫn là cá nhân duy nhất trong top 5 có "nguồn gốc của sự giàu có'' được xếp vào "thị trường chứng khoán''. Năm 2004, ông trở lại với vị trí thứ 2.

Năm 1956, Buffett bắt đầu đầu tư với 100 đô la; sau 30 năm, ông sở hữu một khoản tiền là 25 triệu đô la. Tại thời điểm viết cuốn sách này (giữa năm 2004), giá trị thu nhập ròng cá nhân của ông đã tăng lên 42,9 tỉ đô la, chứng khoán trong công ty ông đang bán ở mức giá 92.900 đô la một cổ phiếu, và hàng triệu các nhà đầu tư trên thế giới bám riết lấy từng lời của ông.

Tuy vậy, để thực sự hiểu đầy đủ giá trị của Warren Buffett, chúng ta phải đi xa hơn tiền bạc, những lời ngợi ca, và danh tiếng.

Khởi nghiệp đầu tư

Warren Edward Buffett sinh ngày 30 tháng Tám năm 1930 tại Omaha, Nebraska. Ông nội ông là chủ một cửa hàng tạp hoá (và từng thuê chàng trai trẻ Charlie Munger) còn cha ông là một nhà môi giới chứng khoán địa phương. Từ thời niên thiếu, Warren Buffett đã ham mê những con số đến mức có thể ghi nhớ dễ dàng các kết quả tính toán. Lên tám tuổi, Buffett bắt đầu đọc các tác phẩm viết về thị trường chứng khoán của cha mình. 11 tuổi, Buffett chú ý tìm hiểu bảng niêm yết giá cổ phiếu ở nơi cha ông làm việc. Những năm tháng thiếu thời của ông đầy sinh động với những cuộc phiêu lưu kinh doanh, và ông thành công đến nỗi ông nói với cha rằng ông muốn bỏ qua ''khâu học đại học" để tiến thẳng vào sự nghiệp kinh doanh. Nhưng cha ông đã từ chối.

Buffett tham dự khoá học kinh doanh tại trường Đại học Nebraska, và trong quá trình học, ông đọc một cuốn sách mới về đầu tư của một giáo sư trường Đại học Columbia có tên là Benjamin Graham. Đó chính là cuốn The Intelligent Investor (Nhà đầu tư thông minh). Buffett rất tâm đắc với những ý kiến của Graham, và ông đã dự tuyển vào trường Đại học Columbia để được học tập trực tiếp với giáo sư Graham. Nhớ lại những tháng ngày đó, Bill Ruane, nay là Chủ tịch của Sequoia Fund (Quỹ cây tùng) và là bạn cùng lớp với ông kể rằng đã có một phản ứng hoá học tinh thần xảy ra tức thì giữa Graham và Buffett, và phần còn lại của lớp học là khán giả đầu tiên.

Không lâu sau khi Buffett tốt nghiệp trường Đại học Columbia với tấm bằng cao học kinh tế, Graham đã mời người cựu sinh viên của mình tham gia công ty của ông, Công ty Graham-Newman. Suốt hai năm làm việc ở đây, Buffett thực sự bị lôi cuốn bởi phương pháp đầu tư của người thầy thông thái. (Đọc Chương 2 để biết một cuộc tranh luận đầy đủ về triết lí kinh doanh của Graham).

Năm 1956, Graham - Newman giải thể vì Graham lúc ấy đã 61 tuổi. Ông quyết định nghỉ hưu. Buffett lại quay về Omaha. Với những kiến thức lĩnh hội được từ Graham cùng sự hỗ trợ tài chính của gia đình và bạn bè, cộng với 100 đô la của chính mình, Buffett khai trương Công ty hợp danh đầu tư trách nhiệm hữu hạn. Lúc đó, ông mới 25 tuổi.

Công ty hợp danh đầu tư TNHH Buffett

Công ty hợp danh đầu tư khởi sự với bảy hội viên trách nhiệm hữu hạn cùng đóng góp được 105000 đô la. Các hội viên TNHH hàng năm nhận được 6% trên vốn đầu tư của họ và 75% doanh lợi vượt mức vừa kể. Còn Buffett người chịu trách nhiệm chung nắm quyền kiểm soát đầu tư ở quỹ hợp danh chỉ nhận được 25% khoản doanh lợi vượt mức này.Hơn 13 năm sau, Buffett tích lũy được khoản tiền bằng số vốn ban đầu nhân với tỷ lệ kép hàng năm 29,5%. Đó không phải là một kết quả dễ đạt được. Mặc dù chỉ số công nghiệp trung bình Dow Jones giảm giá trong năm năm khác nhau của giai đoạn 13 năm đó, công ty hợp danh Buffett vẫn không hề đi xuống. Thực tế, Buffett bắt đầu thành lập công ty với tham vọng vượt qua chỉ số Dow Jones mỗi năm 10 điểm. Và ông đã vượt qua chỉ số này không chỉ là 10 mà là 20 điểm mỗi năm!

Khi uy tín của Buffett tăng lên, nhiều người tới hỏi ông cách quản lý tiền. Trong thời gian điều hành công ty hợp danh này, Buffett đầu tư nắm quyền kiểm soát một số công ty công và tư nhân. Năm 1962, ông bắt đầu mua cổ phiếu của một công ty dệt may đang èo uột là Berkshire Hathaway.

Cùng năm 1962, Buffett chuyển văn phòng công ty hợp danh từ quê nhà ông tới Kiewit Plaza tại Omaha, chính là trụ sở văn phòng cho tới tận ngày hôm nay. Năm tiếp theo, ông có một vụ đầu tư gây choáng váng dư luận.

Một vụ bê bối có liên quan tới một trong những khách hàng làm huỷ hoại danh tiếng của American Express khiến cổ phiếu của hãng rớt giá từ 65 đô la xuống còn 35 đô la chỉ trong vòng một đêm. Buffett đã áp dụng rất tốt bài học của Ben Graham: Khi cổ phiếu của một công ty lớn đang bán dưới mức giá trị thực của nó, hãy hành động thật quyết đoán. Buffett có một quyết định đầy táo bạo: Dùng 40% tổng số tài sản của công ty hợp danh, 13 triệu đô la, để mua cổ phiếu của American Express. Hơn hai năm sau, cổ phiếu đó tăng giá lên gấp ba lần, và các thành viên hợp tác thu được lợi nhuận ròng 20 triệu đô la. Đó là Graham đích thực – Buffett đích thực.

Năm 1965, tài sản của công ty hợp danh đã tăng lên 26 triệu đô la. Bốn năm sau, với lý do thấy thị trường có tính chất đầu cơ cao và những giá trị thực đang ngày càng khan hiếm, Buffett quyết định chấm dứt Công ty hợp danh đầu tư.

Khi công ty hợp danh đầu tư giải thể, các nhà đầu tư hoạt động đều được chia phần đầy đủ. Một vài người trong số đó, theo lời khuyên của Buffett, đã tìm kiếm nhà quản trị tài chính Bill Ruane, người bạn học cũ của ông tại Columbia. Ruane chấp nhận quản lý tài chính cho một số hội viên cũ, và Sequoia Fund được thành lập. Các hội viên khác của Công ty hợp danh kể cả Buffett đầu tư phần lợi nhuận hợp tác của họ vào Berkshire Hathaway. Tại thời điểm đó, phần vốn liếng của Buffett ở công ty hợp danh đầu tư cũ đã tăng lên 25 triệu đô la, và khoản tiền ấy giúp ông đủ sức nắm quyền điều hành Berkshire Hathaway.

Những gì ông làm đã nổi tiếng trong giới đầu tư trên toàn thế giới. Thậm chí những người chỉ với một chút lợi nhuận thoáng qua trên thị trường chứng khoán cũng nhận ra tên của Buffett và biết một vài điều về thành công lẫy lừng của ông. Trong các chương tiếp theo, chúng ta sẽ theo dõi những thăng trầm của Berkshire Hathaway trong 40 năm Buffett điều hành. Có lẽ, quan trọng hơn là chúng ta sẽ nhìn sâu vào bên trong để khám phá đến tận cùng triết lý phán đoán chung mà nhờ nó, ông đã tạo dựng thành công cho mình.

Con người và công ty của Buffett

Thật không dễ mô tả Warren Buffett. Về ngoại hình, ông không có gì nổi bật. Về trí tuệ, ông được coi là một thiên tài, nhưng mối quan hệ thực tế của ông với mọi người thực sự rất phức tạp. Ông giản dị, thẳng thắn, trung thực và chân thật. Ông thể hiện sự kết hợp đầy quyến rũ giữa trí thông minh lạnh lùng tinh tế và sự hóm hỉnh thật thà. Ông tôn sùng sâu sắc tất cả mọi thứ

logic và cực kỳ chán ghét hành động khờ dại. Ông theo đuổi sự giản đơn và né tránh điều phức tạp.

Khi đọc những bản báo cáo thường niên của Berkshire, độc giả sẽ ấn tượng trước cách Buffett trích dẫn Kinh Thánh, John Maynard Keynes, hoặc Mae West thật tự nhiên. Thế giới có thể mổ xẻ ở đây chính là đọc. Mỗi bản báo cáo dài khoảng từ 60 tới 70 trang với luồng dày đặc thông tin: Không có hình vẽ, không đồ thị màu, không biểu đồ. Những ai được rèn luyện đủ để bắt đầu với trang số 1 và tiếp tục không dừng lại xứng đáng được nhận một phần thưởng với một liều thuốc cho khả năng nhạy bén tài chính, sự hóm hỉnh dễ gần, và lòng chân thật không nao núng. Buffett thể hiện tính vô tư trong báo cáo. Ông nhấn mạnh cả điểm yếu và điểm mạnh về tình hình kinh doanh của Berkshire. Ông tin rằng những người sở hữu cổ phiếu của Berkshire chính là những người chủ của công ty, và ông nói với họ nhiều như ông mong muốn được nghe nếu ông ở vị trí của họ.

Khi Buffett giành quyền kiểm soát Berkshire, giá trị ròng của công ty là 22 triệu đô la. Sau 40 năm, con số này tăng lên 69 tỉ đô la. Con số vượt xa mục tiêu của Buffett là làm giá trị sổ sách hàng năm của Berkshire Hathaway tăng lên 15% vượt xa số lợi nhuận mà một công ty Mỹ trung bình đạt được. Kể từ khi ông nắm quyền kiểm soát Berkshire năm 1964, lợi nhuận của công ty tăng lên đáng kể: Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu tăng từ 19 đô la lên 50.498 đô la, đạt mức 22,2% lợi nhuận thường niên. Tình hình hoạt động cân đối này còn gây ấn tượng mạnh hơn khi bạn biết Berkshire phải đóng cả thuế lợi nhuận, vốn và lợi nhuận thu được từ chỉ số S&P 500 là trước thuế.

Bảng 1.1 Hoạt động của Berkshire so với chỉ số S&P 500

	Tỷ lệ % thay đổi thường niên		
Năm	Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu của Berkshire (1)	Chỉ số S&P 500 bao gồm cả lợi tức (2)	Kết quả tương đối (1) - (2)
1965	23,8	10,0	13,8
1966	20,3	(11,7)	32,0
1967	11,0	30,9	(19,9)
1968	19,0	11,0	8,0
1969	16,2	(8,4)	24,6
1970	12,0	3,9	8,1
1971	16,4	14,6	1,8
1972	21,7	18,9	2,8
1973	4,7	(14,8)	19,5
1974	5,5	(26,4)	31,9
1975	21,9	37,2	(15,3)
1976	59,3	23,6	35,7
1977	31,9	(7,4)	39,3
1978	24,0	6,4	17,6
1979	35,7	18,2	17,5
1980	19,3	32,3	(13,0)
1981	31,4	(5,0)	36,4

Bắt đầu từ năm 1979, theo quy định, các công ty bảo hiểm phải đánh giá giá trị cổ phiếu họ nắm giữ trên thị trường thay vì trên mức chi phí hoặc thị trường thấp hơn. Trong bảng số liệu này, kết quả đạt được của Berkshirre suốt năm 1978 đã được trình bày lại cho phù hợp với những quy định mới. Trên tất cả các khía cạnh khác, các kết quả này được tính toán từ những con số trong bản báo cáo gốc.

Số liệu của chỉ số S&P 500 là con số trước thuế trong khi số liệu của Berkshire là sau thuế. Nếu một công ty như công ty Berkshire chỉ đơn giản nằm trong danh sách của S&P 500 và dồn số tiền thuế thích hợp lại, thì kết quả của nó sẽ kéo S&P 500 tụt lại phía sau khi chỉ số cho thấy một kết quả khả quan, nhưng sẽ vượt quá S&P hàng năm khi chỉ số cho thấy một kết quả tiêu cực. Qua nhiều năm, chi phí thuế gây ra sự trì trệ ngày càng lớn.

Đôi khi, lợi nhuận của Berkshire cũng có biến động. Biến động này bắt nguồn từ sự thay đổi trên thị trường chứng khoán. Do đó, những cổ phiếu ưu đãi mà Berkshire nắm giữ có biên độ dao động lớn trong giá trị trên mỗi cổ phiếu (Xem Bảng 1.1).

Để hiểu rõ biến động, hãy so sánh kết quả của năm 1998 với năm 1999. Trong năm 1998, giá trị của Berkshire tăng hơn 48%. Sau đó, đến năm 1999, phần giá trị tăng của Berkshire giảm không đáng kể là 0,5%, tuy vậy chỉ số S&P 500 tăng 21%. Hai nhân tố có liên quan tới kết quả này: Kết quả của Berkshire là do doanh thu từ những sản phẩm tiêu dùng không bền (Coca-Cola và Gillette) giảm đáng kể, trong khi chỉ số S&P tăng là do hoạt động đáng chú ý của cổ phiếu công nghệ mà Berkshire không sở hữu.

Buffett thừa nhận trong bản báo cáo thường niên năm 1999: “Sự vượt trội thực sự lớn so với chỉ số S&P đã thuộc về quá khứ”. Tuy vậy, ông dự đoán rằng theo thời gian thành tích của Berkshire sẽ tốt hơn một chút so với S&P. Ba năm tiếp theo, điều này trở thành sự thực.

Năm 2003, mặc dù Berkshire có một năm hoạt động rất tuyệt vời, giá trị sổ sách tăng 21%, nhưng chỉ số S&P thậm chí còn cao hơn thế.

Năm	Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu của Berkshire (1)	Chỉ số S&P 500 bao gồm cả lợi tức (2)	Kết quả tương đối (1) - (2)
1982	40,0	21,4	18,6
1983	32,3	22,4	9,9
1984	13,6	6,1	7,5
1985	48,2	31,6	16,6
1986	26,1	18,6	7,5
1987	19,5	5,1	14,4
1988	20,1	16,6	3,5
1989	44,4	31,7	12,7
1990	7,4	(3,1)	10,5
1991	39,6	30,5	9,1
1992	20,3	7,6	12,7
1993	14,3	10,1	4,2
1994	13,9	1,3	12,6
1995	31,8	37,6	5,5
1996	34,1	23,0	8,8
1997	48,3	33,4	,7
1998	,5	28,6	19,7
1999	6,5	21,0	(20,5)
2000	(6,2)	(9,1)	15,6
2001	10,0	(11,9)	5,7
2002	21,0	(22,1)	32,1
2003		28,7	(7,7)
Doanh thu trung bình thường niên 1965 -2003	22,2	10,4	11,8
Tổng doanh thu 1964 -2003	259.485	4743	

Buffett ngày hôm nay

Từ cuối những năm 1990 đến nay, Buffett không còn chủ động trên thị trường chứng khoán như những năm 1980 và đầu những năm 1990 nữa. Nhiều người nhận thấy sự thiếu chủ động này và băn khoăn không biết đó có phải là dấu hiệu cho thấy thị trường đã đạt đến mức đỉnh cao. Những người khác lại dựa vào lý thuyết và quả quyết rằng việc thiếu hụt những vụ mua bán chứng khoán quan trọng chỉ đơn giản là do loại chứng khoán Buffett thích mua từ lâu đã không còn được bán ở mức giá hấp dẫn nữa.

Chúng ta biết Buffett thích "mua sự chắc chắn với giá chiết khấu". "Sự chắc chắn" ở đây được xác định nhờ dự đoán tình hình kinh tế của một công ty. Càng tiên liệu chính xác tình hình kinh tế của một công ty, thì độ tin cậy của những đánh giá về công ty sẽ càng chắc chắn hơn. Khi chúng ta nhìn vào bản danh sách những chứng khoán Buffett sở hữu cũng như những công ty mà Berkshire sở hữu, chúng ta sẽ bất ngờ trước khả năng tiên liệu đó. Phần ''chiết khấu'' trong bản báo cáo rõ ràng là ám chỉ giá chứng khoán.

Khi biết Buffett thích mua chứng khoán có khả năng dự đoán tình trạng kinh tế cao ở mức giá thấp hơn giá trị thực, chúng ta có thể kết luận rằng khi hoạt động mua của ông bất ngờ chững lại chứng tỏ có sự thiếu hụt lựa chọn trên đấu trường này. Tôi tin chắc rằng, nếu hiện nay Coca-Cola, Gillette, hoặc các công ty khác bán cổ phiếu với giá 20 xu, thì Buffett sẽ đưa thêm nhiều cổ phiếu hơn nữa vào danh mục đầu tư của Berkshire.

Chúng ta biết nguyên tắc đầu tư của Warren Buffett là chỉ kinh doanh trong "vòng tròn khả năng". Hãy coi vòng tròn khả năng này như quá trình tích luỹ kinh nghiệm của bạn. Nếu một người nào đó điều hành thành công một ngành kinh doanh nào đó trong một thập kỷ hoặc hơn, chúng ta nói rằng người đó có trình độ năng lực cao để đạt được mục tiêu. Tuy vậy, nếu một người chỉ có rất ít năm kinh nghiệm điều hành một ngành kinh doanh mới, chúng ta sẽ có lý do nghi ngờ trình độ, khả năng của người đó. Có lẽ trong suy nghĩ của Buffett, kinh nghiệm điều hành và nghiên cứu kinh doanh danh mục đầu tư của Berkshire đặt ra vòng tròn khả năng quá cao đến mức khó đạt được một trình độ tương tự đối với am hiểu một ngành mới.

Vì vậy, có lẽ Buffett đang gặp phải tình huống tiến thoái lưỡng nan. Với vòng tròn khả năng của ông, những loại chứng khoán ông thích mua hiện không được bán với mức giá chiết khấu. Cùng lúc đó, bên ngoài vòng tròn khả năng của ông, những doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn đang dần đi vào hoạt động trong những ngành mới mà không đạt được mức độ chắc chắn về mặt kinh tế cao như Buffett yêu cầu. Nếu phân tích này đúng, nó lý giải nguyên nhân tại sao trong vài năm trở lại đây, ông không thực hiện vụ mua bán chứng khoán nào lớn.

Chúng ta thực sự ngốc nghếch khi giả thiết rằng bởi vì danh mục chứng khoán sẵn sàng để đầu tư đang giảm dần, nên Warren Buffett không có sự lựa chọn đầu tư nào. Chắc chắn, ông vẫn tích cực chủ động trong thị trường chứng khoán lợi tức cố định, gồm nắm giữ trái phiếu lợi tức cao trong năm 2002. Ông cũng cảnh báo về mua bán song hành theo chu kỳ, nhưng cần phải xem xét khoản vốn đầu tư Buffett cần để đầu tư nhằm thu được những khoản lợi nhuận lớn, các thị trường mua bán song hành có lẽ không mang lại lợi nhuận như trước đây nữa.

Song, những cổ đông của Berkshire Hathaway không nên cảm thấy họ đang bị tước đi các cơ hội. Thông thường, các cổ đông quên mất một trong những nguyên tắc kinh doanh quan trọng nhất có liên quan tới chủ sở hữu mà Buffett vạch ra mỗi năm trong bản báo cáo thường niên. Nguyên lý thứ tư chỉ ra rằng: "Mức độ ưu tiên sẽ giúp chúng ta đạt được mục tiêu (tối đa hoá tỉ lệ lợi nhuận trung bình thường niên của Berkshire) thông qua việc sở hữu trực tiếp một nhóm các ngành kinh doanh đa dạng tạo ra tiền mặt và luôn thu được mức lợi nhuận trên vốn vượt mức trung bình. Lựa chọn thứ hai của chúng ta là sở hữu cổ phần của những doanh nghiệp đạt được thành công ban đầu bằng cách mua bán những cổ phiếu thường trên thị trường.

Trong những năm mới khởi sự, Berkshire sở hữu những cổ phiếu thường có giá trị kinh tế nhất. Hiện tại, khi giá cổ phiếu thường tăng đáng kể và sức mua cổ phiếu của Berkshire phát triển nhanh chóng, chiến lược mua lại toàn bộ các công ty từng được Buffett tuyên bố là ưu tiên hàng đầu.

Cũng có một nhân tố cá nhân ở đây. Chúng ta biết, Buffett rất thích mối quan hệ của ông với các Giám đốc Điều hành và rất tự hào về các hoạt động kinh doanh của Berkshire. Ngược lại, sự lo lắng khi là một cổ đông của các công ty thương mại, với những vấn đề về thù lao điều hành và chiến lược tái đầu tư vốn đầy nghi ngờ đi kèm với quyền sở hữu, khiến việc trở thành một cổ đông không còn hấp dẫn với Buffett như trước đây. Nếu nền kinh tế không hấp dẫn, vậy tại sao Buffett lại lựa chọn để phải chịu đựng sự thất bại trong quản lý công ty kết hợp với việc là một cổ đông lớn?

Hoạt động duy nhất mà Buffett tham gia điều hành hoạt động kinh doanh của Berkshire là đặt ra mức thù lao điều hành và phân bổ lợi nhuận. Bên trong thế giới của Berkshire, có những quyết định rất hợp lý. Bên ngoài thị trường chứng khoán, các quyết định thù lao điều hành và phân bổ nguồn vốn không phải lúc nào cũng hợp lý.

Điều đó có nghĩa gì đối với các nhà đầu tư cá nhân? Bởi vì Buffett không chủ động tham gia vào thị trường chứng khoán, nên họ cũng không tự động rút lui? Chiến lược lựa chọn của Buffett là mua đứt các công ty trong ngành kinh doanh, một lựa chọn mà đa số các nhà đầu tư đều không làm được. Vậy, họ nên tiến hành đầu tư như thế nào?

Có hai lựa chọn rất rõ ràng. Một là tiến hành đầu tư theo Berkshire Hathaway, và cũng tham gia vào tình trạng kinh tế của những ngành kinh doanh đáng chú ý. Lựa chọn thứ hai là áp dụng phương pháp đầu tư của Buffett, mở rộng vòng tròn khả năng của bạn bằng cách chăm chỉ nghiên cứu những mô hình kinh doanh của các công ty đang tham gia vào khu vực Kinh tế Mới, và bắt đầu khởi sắc.

Tôi tin rằng những nguyên lý cơ bản giúp Buffett luôn đưa ra quyết định dứt khoát và chúng sẽ tiếp tục mang đến cơ hội cho những nhà đầu tư thận trọng làm tốt hơn khi đầu tư vào chỉ số S&P 500. Mục đích của cuốn sách này là trình bày những nguyên lý đó theo cách mà các nhà đầu tư thận trọng có thể hiểu và sử dụng được.

2. HỌC VẤN CỦA WARREN BUFFETT

Rất ít người có thể tiến gần tới kỷ lục đầu tư của Warren Buffett, và sự thực là không ai có thể vượt kỷ lục này. Suốt bốn thập kỷ chứng kiến những thăng trầm của thị trường chứng khoán, ông vẫn tiếp tục gặt hái những thành công mà không ai có thể sánh kịp. Việc ông làm không có gì là hào nhoáng, thậm chí đôi khi còn rất không thiện ý. Tuy vậy, hết lần này đến lần khác, ông đánh bại những nhà đầu tư khác - những người mà hành động mạo hiểm mang lại cho họ thành công tạm thời, và danh tiếng nhất thời. Rồi, ông quan sát, mỉm cười và tiếp tục con đường của mình.

Vậy Buffett đúc kết triết lý đầu tư của mình như thế nào? Ai là người có ảnh hưởng tới lối suy nghĩ của ông, và ông kết hợp những hướng dẫn của họ vào thực tiễn ra sao? Hay nói cách khác, thiên tài đặc biệt tạo ra sự khác biệt như thế nào?

Phương pháp đầu tư của Warren Buffett là của riêng ông, tuy vậy nó dựa trên những triết lý được lĩnh hội từ bốn nhân vật nổi tiếng: Benjamin Graham, Philip Fisher, John Burr Williams, và Charles Munger. Chính họ ảnh hưởng tới những kiến thức tài chính của Buffett, cả chính thức và không chính thức.

Ba người đầu tiên là những nhà giáo dục cổ điển, và người cuối cùng vừa là cộng sự, vừa là người bạn chí cốt của ông. Tất cả đều có ảnh hưởng quan trọng tới lối suy nghĩ của Buffett. Họ đều có rất nhiều lý thuyết để cung cấp cho nhà đầu tư hiện đại.

Benjamin Graham

Graham được coi là một nhân vật xuất chúng trong phân tích tài chính. Ông xứng đáng với danh hiệu này bởi “trước ông không hề có nghề phân tích tài chính chuyên nghiệp và sau ông, người ta bắt đầu gọi tên nó như thế”. Hai tác phẩm nổi tiếng nhất của ông là Securities Analysis (Phân tích chứng khoán), đồng tác giả với David Dodd, được xuất bản lần đầu năm 1934; và tác phẩm The Intelligent Investor (Nhà đầu tư thông minh), được xuất bản lần đầu năm 1949.

Phân tích chứng khoán xuất hiện chỉ vài năm sau đợt khủng hoảng thị trường chứng khoán năm 1929 và giữa cuộc suy thoái trầm trọng của nước Mỹ. Trong khi những học giả khác tìm kiếm lời giải thích cho hiện tượng kinh tế, thì Graham lại giúp đỡ mọi người giành lại vị thế vững chắc về tài chính và tiếp tục đầu tư để thu về lợi nhuận.

Graham bắt đầu sự nghiệp tại phố Wall với nghề đưa tin tức tại công ty môi giới Newburger, Henderson &Loeb, niêm yết giá cổ phiếu và trái phiếu trên bảng với mức lương 12 đô la một

tuần. Từ một người đưa tin tức, ông tiếp tục phát triển sự nghiệp với việc viết các bản báo cáo nghiên cứu và sớm được chấp nhận là một thành viên của công ty. Đến năm 1919, mức lương của ông tăng lên 600 nghìn đô la một năm. Lúc đó, ông 25 tuổi.

Năm 1926, cùng với Jerome Newma, Graham thành lập Công ty hợp danh đầu tư. Mười ba năm sau, chính công ty này đã thuê Warren Buffett. Graham-Newman sống sót qua cuộc khủng hoảng 1929, cuộc Đại khủng hoảng, Chiến tranh Thế giới thứ hai, và chiến tranh Triều Tiên trước khi bị giải thể vào năm 1956.

Từ năm 1928 đến hết năm 1956, khi đang làm việc cho Graham - Newman, Graham tham gia giảng dạy các khoá học buổi tối về tài chính tại Đại học Columbia. Rất ít người biết rằng, trong cuộc Đại khủng hoảng năm 1929, Graham bị thiệt hại nặng nề về tài chính. Lần thứ hai trong cuộc đời, (lần đầu xảy ra khi cha ông qua đời, để lại một gia đình không hề được đảm bảo về mặt tài chính), Graham bắt đầu xây dựng lại cơ nghiệp. Nơi trú ẩn của giới học thuật mang đến cho ông cơ hội để suy ngẫm. Cùng với những ý kiến đóng góp của David Dodd, cũng là một giáo sư tại Đại học Columbia, Graham viết một tác phẩm mà sau đó trở thành một chuyên luận kinh điển về đầu tư thận trọng: Phân tích chứng khoán. Graham và Dodd đã có hơn 15 năm kinh nghiệm đầu tư. Hai người mất bốn năm để hoàn thành cuốn sách.

Về bản chất, Phân tích chứng khoán là một danh mục đầu tư chứng khoán thường đa dạng, được lựa chọn kỹ lưỡng dựa trên cơ sở giá cả hợp lý, hứa hẹn những vụ đầu tư hoàn hảo. Từng bước, từng bước đầy thận trọng, Graham giúp các nhà đầu tư nhìn ra logic trong phương pháp của ông.

Khó khăn đầu tiên đó là Graham phải giải quyết sự thiếu hụt định nghĩa chung về đầu tư để giúp khái niệm này thực sự khác biệt với đầu cơ. Xem xét tính phức tạp của vấn đề, Graham đưa ra định nghĩa riêng: “Đầu tư là một hoạt động dựa trên phân tích kỹ lưỡng, hứa hẹn sự an toàn của nguồn vốn và một lợi nhuận thoả đáng. Những hoạt động không đáp ứng được các yêu cầu này là đầu cơ”.

Ở đây, Graham muốn nói gì khi dùng từ “phân tích kỹ lưỡng’’? Chỉ đơn giản là: “Một nghiên cứu cẩn thận về số liệu thực tế nhằm cố gắng rút ra những kết luận dựa trên các nguyên lý đã được xây dựng và tính logic hoàn hảo’’.

Phần tiếp theo trong định nghĩa của Graham có tính chất bình phẩm: Một vụ đầu tư thực sự phải có hai tiêu chuẩn là mức độ an toàn nhất định của nguồn vốn và tỉ lệ lợi nhuận thoả đáng. Theo ông, tính an toàn không hề tuyệt đối. Những sự cố bất ngờ hoặc không chắc chắn có thể

biến một trái phiếu an toàn thành không trả được nợ. Hơn thế nữa, các nhà đầu tư nên tìm kiếm những thứ được coi là an toàn từ sự thất bại.

Lợi nhuận thoả đáng - Yếu tố cần thiết thứ hai - không chỉ bao gồm lợi tức mà còn cả sự gia tăng trong giá cả. Graham nhấn mạnh "sự thoả đáng" là một thuật ngữ chủ quan. Lợi tức có thể bao nhiêu cũng được, tuy nhiên không được thấp, chỉ cần các nhà đầu tư hành động khôn ngoan và tôn trọng triệt để định nghĩa đầy đủ về đầu tư.

Vào khoảng giữa những năm 1929 và 1932, Graham đưa ra định nghĩa này và khi trái phiếu trung bình Dow Jones giảm từ 97,70 điểm xuống còn 65,78 điểm, trái phiếu từ lâu không còn bị coi là những vụ đầu tư thuần túy thiếu cân nhắc. Giống như cổ phiếu, trái phiếu mất giá trị đáng kể và rất nhiều công ty đã bị phá sản. Vì vậy, chúng ta cần phân biệt rạch ròi giữa những đặc điểm đầu tư của cả cổ phiếu và trái phiếu với bản sao đầu cơ của chúng.

Graham biến khái niệm đầu tư hoàn hảo thành một khẩu hiệu mà ông gọi là "biên độ an toàn". Với khẩu hiệu này, ông đưa ra một phương pháp độc nhất trong đầu tư cả chứng khoán, cổ phiếu và trái phiếu.

Thực chất, biên độ an toàn tồn tại khi chứng khoán được bán với mức giá thấp hơn giá trị thực. Trong những năm 1930 và 1940, khái niệm mua chứng khoán dưới giá trị mà không quan tâm tới mức giá thị trường là một ý kiến mới lạ. Mục tiêu của Graham là thực hiện một chiến lược như vậy.

Theo Graham, đưa ra một khái niệm về biên độ an toàn cho trái phiếu không quá khó. Chúng ta không cần xác định chính xác lợi tức tương lai của một công ty nhưng lại cần lưu ý sự chênh lệch giữa lợi nhuận và chi phí cố định. Nếu biên độ an toàn đủ lớn, nhà đầu tư sẽ được bảo vệ trước sự giảm giá đột ngột trong thu nhập của công ty. Ví dụ, nếu một nhà phân tích tổng kết lịch sử hoạt động của một công ty và phát hiện ra rằng, trung bình năm năm trước đây công ty đạt mức lợi nhuận hàng năm gấp năm lần chi phí cố định thì trái phiếu của công ty đó có biên độ an toàn. Thử nghiệm thực tế đã chứng minh khả năng của Graham áp dụng lý luận đó đối với cổ phiếu thường. Ông đưa ra lý do là nếu phần chênh lệch giữa giá một cổ phiếu và giá trị nội tại của một công ty đủ lớn, thì chúng ta có thể sử dụng khái niệm biên độ an toàn để lựa chọn cổ phiếu.

Để thực hiện có hệ thống chiến lược này, Graham thừa nhận, các nhà đầu tư cần biết cách xác định loại cổ phiếu nào đang bị định giá dưới giá trị thực. Điều đó có nghĩa là họ cần một phương pháp xác định giá trị nội tại của một công ty. Khái niệm về giá trị nội tại của một công ty mà Graham nêu ra trong Phân tích Chứng khoán, là giá trị "được xác định bằng số liệu thực tế".

Những số liệu thực tế này bao gồm tài sản của công ty, lợi tức và cổ tức, và bất kỳ triển vọng tương lai nào của công ty.

Graham thừa nhận rằng, nhân tố quan trọng duy nhất để xác định giá trị của một công ty là mức doanh lợi tương lai. Nói đơn giản, giá trị nội tại của một công ty được tìm ra bằng cách ước tính lợi nhuận của công ty và nhân lợi nhuận với một nhân tố vốn thích hợp. Tính ổn định của lợi nhuận, tài sản, chính sách cổ tức và tình trạng tài chính lành mạnh của công ty có ảnh hưởng tới nhân tố vốn này.

Graham yêu cầu chúng ta chấp nhận rằng giá trị thực là một khái niệm khó hiểu. Nó khác biệt hoàn toàn với giá niêm yết trên thị trường. Trước tiên, giá trị thực thường được hiểu giống giá trị sổ sách của một công ty, hoặc tổng tài sản thực trừ đi nợ. Khái niệm này dẫn tới sự tin tưởng ban đầu rằng giá trị thực là rõ ràng. Tuy vậy, các phân tích chỉ ra rằng giá trị của một công ty không chỉ là giá trị tài sản thực mà còn bao gồm giá trị lợi nhuận do những tài sản này sinh ra. Graham đề xuất ý kiến rằng không cần xác định chính xác giá trị thực của một công ty. Thay vào đó, các nhà đầu tư nên chấp nhận phương pháp khoảng giá trị. Thậm chí, một giá trị tương đối so với giá bán sẽ đủ để đánh giá biên độ an toàn.

Theo Graham, có hai quy tắc trong đầu tư. Quy tắc thứ nhất là đừng để thua lỗ. Quy tắc thứ hai là đừng quên quy tắc thứ nhất. Triết lý "đừng để thua lỗ" là kim chỉ nam hướng Graham tới hai phương pháp lựa chọn cổ phiếu thường gắn với biên độ an toàn. Phương pháp thứ nhất là mua một công ty với giá thấp hơn 2/3 giá trị tài sản ròng của nó còn phương pháp thứ hai là tập trung vào những cổ phiếu có tỉ lệ giá thị trường và lợi nhuận ròng trên mỗi cổ phiếu của công ty (chỉ số P/E) thấp.

Mua chứng khoán với giá thấp hơn 2/3 giá trị tài sản ròng rất phù hợp với khả năng phán đoán của Graham và thoả mãn mong muốn lý giải trên cơ sở tính toán của ông. Graham không quá quan tâm tới nhà xưởng, bất động sản và trang thiết bị của một công ty. Hơn nữa, ông đã khấu trừ toàn bộ khoản phải trả trong ngắn hạn và dài hạn của công ty. Khoản còn lại sẽ là giá trị tài sản ròng hiện tại. Graham giải thích, nếu giá cổ phiếu ở dưới giá trị mỗi cổ phần, biên độ an toàn đã tồn tại và việc mua vào được đảm bảo.

Graham coi đây là một biện pháp đầu tư hết sức dễ hiểu, nhưng ông thừa nhận rằng chờ đợi thị trường điều chỉnh trước khi đầu tư có thể là bất hợp lý. Ông bắt đầu xây dựng phương pháp thứ hai để mua cổ phiếu. Ông tập trung mua những cổ phiếu đang giảm giá và được bán với tỉ lệ P/E thấp. Thêm vào đó, công ty phải có giá trị tài sản ròng; nợ của công ty phải ít hơn giá trị của công ty.

Qua nhiều năm, nhiều nhà đầu tư khác đã tìm kiếm con đường tắt tương tự để xác định giá trị thực của cổ phiếu. Tỉ lệ P/E thấp là một lựa chọn chung. Tuy vậy, chúng ta biết rằng, đưa ra quyết định chỉ dựa vào tỉ lệ P/E không đủ để đảm bảo lợi nhuận. Ngày nay, hầu hết các nhà đầu tư dựa vào định nghĩa có giá trị kinh điển của John Burr Williams, được mô tả ở phần sau của chương này: giá trị của bất kỳ vụ đầu tư nào là giá trị hiện tại được chiết khấu của dòng tiền tương lai.

Những ý tưởng cơ bản nhất về đầu tư là xem xét các cổ phiếu như các công ty dưới góc độ kinh doanh, biến những biến động của thị trường thành lợi thế của mình và tìm kiếm một biên độ an toàn. Đó là điều Ben Graham dạy chúng ta. Một trăm năm sau, chúng sẽ vẫn là nền tảng của đầu tư.

WARREN BUFFETT, 1994

Cả hai phương pháp của Graham - mua cổ phiếu với giá thấp hơn 2/3 giá trị tài sản ròng và mua cổ phiếu với tỉ lệ P/E thấp - có một đặc điểm chung. Cổ phiếu mà Graham lựa chọn dựa trên những phương pháp này thường không được thị trường ủng hộ. Một số sự kiện vĩ mô hoặc vi mô khiến thị trường định giá những cổ phiếu này thấp hơn giá trị thực. Graham cảm thấy rõ ràng rằng những cổ phiếu, được định giá "thấp không công bằng'' là những vụ mua bán hấp dẫn.

Kết luận của Graham dựa trên một số giả thuyết cụ thể. Trước hết, ông tin rằng thị trường thường định giá cổ phiếu theo cảm giác lo sợ hoặc tham lam của con người. Ở đỉnh cao của sự lạc quan, tính tham lam đẩy giá cổ phiếu lên mức cao hơn giá trị thực, tạo ra thị trường định giá quá cao. Tại những thời điểm khác, nỗi sợ hãi đẩy giá xuống thấp hơn giá trị thực, tạo ra thị trường định giá thấp. Giả thuyết thứ hai của ông dựa trên hiện tượng có tính chất thống kê được gọi là "sự trở lại giá trị trung bình", mặc dù ông không sử dụng thuật ngữ đó. Nói cách khác, ông dẫn lời nhà thơ Horace: "Nhiều thứ hiện tại đang sa sút sẽ được phục hồi và nhiều thứ hiện tại vinh quang sẽ sa sút". Tuy vậy, như nhà thống kê hay nhà thơ đã phát biểu, Graham tin rằng một nhà đầu tư sẽ thu lợi nhuận từ những tác động đúng đắn vào thị trường thiếu hiệu quả.

Philip Fisher

Trong khi Graham đang viết cuốn Phân tích chứng khoán, thì Philip Fisher khởi nghiệp với nghề tư vấn đầu tư. Sau khi tốt nghiệp trường Quản trị Kinh doanh Stanford, Fisher bắt đầu làm việc với tư cách là nhân viên phân tích chứng khoán cho Anglo London&Paris National Bank tại San Francisco. Trong khoảng gần hai năm, ông trở thành trưởng phòng thống kê của ngân hàng.

Chính từ vị trí này, ông chứng kiến vụ sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1929. Sau một khoảng thời gian ngắn làm việc không hiệu quả với phòng môi giới chứng khoán địa phương, Fisher quyết định mở công ty tư vấn đầu tư của riêng mình. Ngày 1 tháng Ba năm 1931, công ty Fisher&Company chính thức bắt đầu tư vấn cho khách hàng.

Tại Stanford, một trong những lớp học kinh doanh yêu cầu Fisher phải đi cùng thày giáo tới thăm thường kỳ các công ty tại khu vực San Francisco. Tại đây, người thày lắng nghe các nhà quản lý kinh doanh nói về hoạt động của họ, và giúp đỡ họ giải quyết những vấn đề trước mắt. Trở lại Stanford, Fisher và người thày của ông tóm lược lại những gì họ quan sát từ các công ty và những nhà quản lý mà họ đã tới thăm. Fisher nói: "Thời gian đó là khoá học đào tạo hữu ích nhất mà tôi được học''.

Từ những kinh nghiệm này, Fisher tin tưởng rằng mọi người sẽ thu được những khoản lợi nhuận tối ưu bằng cách: (1) đầu tư vào những công ty có tiềm năng trên mức trung bình và (2) kết hợp bản thân chúng với khả năng quản lý chuyên nghiệp nhất. Để lựa chọn đúng những công ty đặc biệt này, Fisher phát triển một hệ thống điểm đánh giá phân loại thông qua các đặc điểm kinh doanh và quản lý của công ty.

Đối với cách phân loại thứ nhất - những công ty có tiềm năng trên mức trung bình - đặc điểm gây ấn tượng mạnh mẽ nhất đối với Fisher là tỷ lệ tăng trưởng doanh số bán hàng qua nhiều năm của một công ty lớn hơn tỉ lệ trung bình của ngành. Sự tăng trưởng đó là sự kết hợp của hai nhân tố: đầu tư mạnh mẽ vào nghiên cứu triển khai (R&D), và một doanh nghiệp kinh doanh hiệu quả. Một công ty sẽ phát triển được những sản phẩm và dịch vụ vượt trội chỉ khi được "kinh doanh chuyên nghiệp'', nếu không nỗ lực nghiên cứu và triển khai sẽ không bao giờ biến thành doanh thu.

Tuy vậy, theo quan điểm của Fisher, tiềm năng của thị trường chỉ làm nên một nửa câu chuyện, phần còn lại là những khoản lợi nhuận thích hợp. "Doanh số tăng sẽ không tạo ra phương tiện đầu tư thích hợp nếu qua nhiều năm, lợi nhuận không tăng trưởng tương ứng''. Theo đó, Fisher nghiên cứu lợi nhuận biên của một công ty, những nỗ lực duy trì và cải thiện những đường biên này, và cuối cùng là phân tích chi phí và kiểm soát tài chính.

Theo Fisher, không có công ty nào có thể duy trì lợi nhuận ổn định, trừ khi giảm các chi phí kinh doanh Fisher cũng hiểu rằng không thể cắt giảm chi phí của mỗi bước trong quá trình sản xuất.

Ông giải thích để cắt giảm chi phí, một công ty phải thấm nhuần việc kiểm soát tài chính thích hợp và phân tích chi phí. Fisher lưu ý, chi phí thông tin sẽ cho phép một công ty trực tiếp chuyển nguồn lực thành các sản phẩm hay dịch vụ với tiềm năng kinh tế cao nhất. Hơn thế nữa,

kiểm soát thanh toán sẽ giúp xác định những sai sót trong cách điều hành công ty. Những sai sót trong điều hành công ty hay điều hành không hiệu quả này đóng vai trò như một thiết bị cảnh báo nhằm bảo vệ toàn bộ khả năng lợi nhuận của công ty.

Sự nhạy cảm của Fisher về khả năng lợi nhuận của một công ty dẫn đến một mối lo ngại khác: Khả năng phát triển trong tương lai của một công ty không yêu cầu cung cấp thêm vốn thông qua phát hành cổ phiếu. Ông nói, nếu một công ty phát triển chỉ bằng cách bán cổ phiếu, thì số lượng cổ phiếu lớn hơn còn tồn sẽ huỷ bỏ bất kỳ khoản phúc lợi nào mà các cổ đông có thể nhận được từ sự tăng trưởng của công ty.

Fisher giải thích rằng, một công ty với lợi nhuận biên cao có khả năng tạo ra quỹ nội bộ tốt hơn và vì vậy sẽ duy trì mức tăng trưởng mà không cần phải ”pha loãng’’ quyền sở hữu với những cổ đông hiện tại.

Tiêu chuẩn thứ hai của Fisher để xác định những công ty vượt trội là chất lượng quản lý. Ông tin rằng, những nhà quản lý cấp cao kiên quyết phát triển sản phẩm và dịch vụ mới, qua đó tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong dài hạn sau khi những sản phẩm hay dịch vụ hiện tại đã được khai thác triệt để. Ban quản lý nên đề ra những chính sách để đảm bảo duy trì số tiền lãi liên tục trong 10 hoặc 20 năm, thậm chí phải hạ thấp tầm quan trọng của lợi nhuận trước mắt. Ông nhấn mạnh hạ thấp chứ không hi sinh. Nhà quản lý trên cấp trung bình có thể đưa ra những kế hoạch dài hạn của công ty trong khi vẫn tập trung vào những hoạt động điều hành hàng ngày.

Một đặc điểm mà Fisher coi là có ý nghĩa then chốt: Liệu một doanh nghiệp có được quản lý liêm chính và trung thực không? Liệu các nhà quản lý có cư xử như thể họ là những người đáng tin cậy đối với các cổ đông, hay chỉ quan tâm tới lợi ích của riêng mình?

Fisher bật mí một cách xác định mục đích của họ. Đó là quan sát cách các nhà quản lý giao tiếp với cổ đông. Một hoạt động kinh doanh, dù tốt hay xấu, đều phải trải qua những giai đoạn khó khăn không mong đợi. Nói chung, khi hoạt động kinh doanh thuận lợi, nhà quản lý có thể nói tuỳ thích, nhưng khi công ty lâm vào tình trạng suy thoái, thì một số nhà quản lý ngồi im thin thít. Fisher lưu ý rằng cách ban quản lý phản ứng trước khó khăn nói lên rất nhiều điều về công ty.

Ông đưa ra ý kiến, với một doanh nghiệp thành công, thì ban quản lý cũng phải xây dựng mối quan hệ công việc tốt đẹp với mọi nhân viên. Nhân viên nên cảm thấy công ty của họ là nơi làm việc lý tưởng. Những nhân viên lao động tay chân nên cảm thấy họ được đối xử tôn trọng và

theo đúng phép tắc. Những nhân viên điều hành nên cảm thấy sự thăng tiến dựa vào năng lực, chứ không phải do sự thiên vị.

Fisher cũng xem xét mức độ sâu sắc của quản lý. Ông hỏi, liệu một Giám đốc Điều hành có một đội ngũ nhân viên tài năng và liệu CEO có thể uỷ quyền để điều hành một phần của công ty hay không?

Cuối cùng, Fisher nghiên cứu một doanh nghiệp cụ thể và những đặc điểm quản lý của một công ty và so sánh nó với những doanh nghiệp khác trong cùng ngành. Trong nghiên cứu này, Fisher cố gắng khám phá ra những manh mối giúp ông hiểu được sự vượt trội của một công ty so đối thủ cạnh tranh.

Ông kết luận, chỉ đọc những báo cáo tài chính của một công ty không đủ để đánh giá một vụ đầu tư. Ông giải thích, điều cần thiết trong đầu tư thận trọng là càng khám phá nhiều về một công ty từ những cá nhân quen thuộc với công ty thì càng tốt. Fisher thừa nhận điều này là một yêu cầu quản lý thông tin mà ông gọi là ''tin đồn''. Ngày nay, chúng ta gọi nó là "tin vịt" trong kinh doanh. Fisher khẳng định nếu kiểm soát hợp lý tin đồn sẽ cung cấp cho nhà đầu tư những đầu mối quan trọng để xác định những vụ đầu tư đáng chú ý.

Nghiên cứu về tin đồn của Fisher khiến ông phải tiếp xúc với nhiều nguồn thông tin. Ông nói chuyện với khách hàng và những người bán rong. Ông tìm kiếm những nhân viên cũ cũng như những nhà tư vấn từng làm việc cho công ty. Ông liên lạc với những nhà nghiên cứu khoa học của các trường đại học, nhân viên chính phủ, và những nhà điều hành hiệp hội thương mại. Ông trò chuyện với các đối thủ cạnh tranh. Mặc dù những nhà điều hành đôi khi ngần ngại bật mí quá nhiều về công ty của họ, nhưng Fisher phát hiện ra rằng họ luôn nói nhiều về các đối thủ cạnh tranh.

Hầu hết các nhà đầu tư đều không sẵn sàng dành thời gian và sức lực mà Fisher cho là cần thiết để hiểu một công ty. Phát triển mạng lưới tin đồn và sắp xếp những cuộc phỏng vấn rất tốn thời gian. Tái tạo quá trình tin đồn cho mỗi một công ty dưới sự giám sát có thể làm kiệt sức. Fisher tìm ra một cách thức đơn giản để giảm khối lượng công việc - ông giảm tối đa số lượng công ty mà ông sở hữu. Ông luôn nói rằng ông thích sở hữu một số ít công ty nổi bật hơn là nhiều công ty trung bình. Nói chung, danh mục đầu tư của ông ít hơn 10 công ty, và thường là có ba tới bốn công ty chiếm 75% tổng số danh mục tài sản của ông.

Fisher tin rằng, để thành công, nhà đầu tư chỉ cần làm một số việc thật tốt. Một trong số đó là chỉ đầu tư vào những công ty nằm trong vòng tròn khả năng của họ. Bản thân Fisher từng phạm

phải sai lầm ngay từ khi khởi nghiệp. “Tôi bắt đầu đầu tư bên ngoài phạm vi ngành kinh doanh mà tôi tin là tôi hiểu thấu đáo, và một số hoạt động xảy ra ngoài tầm hiểu biết của tôi”.

John Burr Williams

John Burr Williams tốt nghiệp trường Đại học Harvard năm 1923 và tiếp tục theo học trường Kinh tế Harvard, nơi lần đầu tiên ông tiếp xúc với phương pháp phân tích chứng khoán và dự báo kinh tế. Sau khi rời Harvard, ông làm việc với tư cách một nhân viên phân tích chứng khoán tại hai công ty nổi tiếng ở Phố Wall. Ông làm việc tại đó suốt giai đoạn đầu của những năm 1920 và cuộc Đại khủng hoảng năm 1929. Kinh nghiệm đó khiến ông tin rằng để trở thành một nhà đầu tư giỏi, cũng cần phải trở thành một nhà kinh tế học giỏi.

Vì vậy, trong năm 1932, ở tuổi 30 và đã là một nhà đầu tư tốt, ông đã ghi danh vào trường Khoa học và Nghệ thuật thuộc Đại học Harvard. Williams làm việc với một niềm tin kiên định rằng điều gì xảy ra trong nền kinh tế sẽ ảnh hưởng tới giá trị của cổ phiếu, nên quyết định tiếp tục học để trở thành tiến sĩ kinh tế học.

Khi chọn đề tài luận án tiến sĩ, Williams xin lời khuyên của Joseph Schumpeter, một nhà kinh tế học người Áo nổi tiếng với lý thuyết sự phá huỷ sáng tạo, sau đó trở thành thành viên của khoa kinh tế học. Schumpeter đã gợi ý rằng Williams hãy xem xét “giá trị nội tại của một cổ phiếu thường”. Shumpeter cho rằng việc này phù hợp với kinh nghiệm và nền tảng học vấn của Williams. Sau đó, Williams nhận xét rằng, có lẽ Schumpeter có một lý do hoài nghi hơn: Đề tài sẽ giúp Williams không phải chạm chán với số sinh viên còn lại của khoa, “không ai trong số họ muốn thách thức ý kiến của tôi trong lĩnh vực đầu tư”. Tuy vậy, gợi ý của Schumpter chính là động lực cho luận án tiến sĩ nổi tiếng của Williams, đó là Lý thuyết đầu tư giá trị. Kể từ đó, lý thuyết này có ảnh hưởng tới các nhà phân tích và đầu tư tài chính.

Williams hoàn thành luận án vào năm 1937. Mặc dù ông không bảo vệ luận án và trước sự phẫn nộ của một số giáo sư. Ông đã gửi tác phẩm của ông cho Macmillian để xuất bản. Macmillan từ chối. Và nhà xuất bản McGraw-Hill cũng vậy. Cả hai nhà xuất bản đều cho rằng cuốn sách có quá nhiều biểu tượng đại số. Cuối cùng, năm 1938, Williams tìm được nhà xuất bản Harvard University Press, nhưng chỉ sau khi ông chấp nhận trả một phần chi phí in ấn. Hai năm sau, Williams đã thi vấn đáp và sau một số tranh luận sôi nổi về nguyên nhân của cuộc Đại Khủng Hoảng, ông đã thi đỗ.

Lý thuyết đầu tư giá trị là một tác phẩm kinh điển. Trong 60 năm, lý thuyết này đóng vai trò là nền tảng cho các nghiên cứu của rất nhiều các nhà kinh tế học nổi tiếng như Eugene Fama,

Harry Markowitz, Franco Modigliani, và một số người khác. Warren Buffett gọi tác phẩm này là một trong những cuốn sách đầu tư quan trọng nhất.

Lý thuyết của Williams, ngày nay được biết đến là mô hình chiết khấu cổ tức hay phân tích chiết khấu dòng tiền thực, đưa ra một phương thức đưa giá trị vào cổ phiếu hoặc trái phiếu. Giống như nhiều ý kiến quan trọng khác, lý thuyết này được đơn giản hoá thành quy tắc: Để biết một cổ phiếu ngày hôm nay đáng giá bao nhiêu, hãy ước tính dòng tiền mặt nhận được từ cổ phiếu đó trong tương lai và sau đó chiết khấu chúng để đưa về giá trị hiện tại. Đây là một phương pháp luận cơ sở mà Warren Buffett sử dụng để đánh giá cổ phiếu và các công ty.

Buffett rút gọn lý thuyết của Williams như sau: "Giá trị của một doanh nghiệp được xác định bằng dòng tiền thực có thể rút ra từ doanh nghiệp trong thời gian hoạt động được chiết khấu với tỷ lệ chiết khấu hợp lý". Williams mô tả: "Nuôi một con bò để lấy sữa, một con gà để lấy trứng; và một cổ phiếu, tất nhiên là để lấy cổ tức".

Mô hình của Williams là một quy trình gồm hai bước. Trước hết, ước tính lưu lượng tiền mặt để xác định giá trị trong tương lai và hiện tại của một công ty. Ước tính lưu lượng tiền mặt bằng cách nào? Một biện pháp tính toán nhanh chóng đó là số tiền cổ tức được chi trả cho các cổ đông. Đối với những công ty không phân phối lượng cổ tức, Williams tin rằng, theo lý thuyết, tất cả tiền lãi được giữ lại cuối cùng sẽ chuyển thành phần cổ tức. Khi một công ty đạt tới giai đoạn trưởng thành, công ty đó sẽ không cần tái đầu tư phần tiền lãi để tăng trưởng, vì vậy, ban quản lý bắt đầu phân phối tiền lãi dưới dạng cổ tức. Williams viết: "Nếu tiền lãi không được trả dưới dạng cổ tức thì đều được tái đầu tư thành công, sau đó số tiền lãi này sẽ sản sinh ra cổ tức; nếu không, số tiền này sẽ bị mất đi. Nói tóm lại, một cổ phiếu chỉ đáng giá bằng số tiền bạn thu được từ nó".

Bước thứ hai đó là chiết khấu những lưu lượng tiền mặt đã ước tính để đề phòng trường hợp bất chắc. Chúng ta có thể không bao giờ chắc chắn được về việc một công ty sẽ làm, sản phẩm của công ty đó sẽ được bán như thế nào hoặc việc ban quản lý sẽ làm hoặc không làm để cải thiện tình hình kinh doanh của công ty. Yếu tố rủi ro luôn tồn tại, đặc biệt là đối với cổ phiếu, mặc dù lý thuyết của Williams áp dụng công bằng đối với cả trái phiếu.

Như vậy, chúng ta nên sử dụng cái gì như một tỉ lệ chiết khấu? Bản thân Williams không hề đề cập đến điểm này rõ ràng, ông tin rằng các độc giả của ông có thể tự xác định điều gì là hợp lý. Phương pháp đo lường của Buffett rất dễ hiểu: Ông sử dụng hoặc là tỉ lệ lãi suất trong dài hạn (có nghĩa là 10 năm) của trái phiếu Mỹ, hoặc là khi tỉ lệ lãi suất rất thấp, ông sử dụng tỉ lệ lợi tức tích luỹ trung bình của toàn bộ thị trường chứng khoán.

Thông qua sử dụng tỷ lệ lãi suất với mức rủi ro bằng 0, Buffett sửa đổi bản luận án của Williams. Bởi vì Buffett giới hạn số cổ phiếu sẽ mua ở biên độ an toàn của Ben Graham, nên ông chắc chắn rằng rủi ro đã nằm trong bản thân giao dịch, và vì vậy ông tin rằng sử dụng tỉ lệ chiết khấu có rủi ro bằng 0 là hợp lý.

Tác giả Peter Bernstein trong cuốn sách Capital Ideas (Những ý tưởng về vốn), viết rằng hệ thống của Graham là một tập hợp các quy tắc, trong khi mô hình chiết khấu cổ tức của Williams là một lý thuyết, nhưng "cả hai phương pháp đều đi tới đích là gợi ý những loại chứng khoán giống nhau để mua bán".

Warren Buffett sử dụng cả hai phương pháp và đạt được thành công vang dội.

Charles Munger

Khi Warren Buffett khởi đầu Công ty hợp danh đầu tư tại Omaha năm 1956, ông chỉ có hơn 100 nghìn đô la tiền vốn. Vì vậy, nhiệm vụ ban đầu là phải thuyết phục thêm những nhà đầu tư cùng góp vốn. Trong khi ông đang trình bày chiến lược kinh doanh chi tiết, tỉ mỉ với những người hàng xóm là tiến sĩ Edwin Davis và vợ thì đột nhiên Davis ngắt lời ông và bất ngờ thông báo rằng họ sẽ ủng hộ ông 100 nghìn đô la. Khi Buffett hỏi lý do, Davis trả lời rằng: "Bởi vì ông làm tôi nhớ tới Charlie Munger".

Vậy Charlie là ai?

Mặc dù cả Buffett và Charlie đều trưởng thành tại Omaha và có nhiều bạn bè chung, nhưng thực tế họ không hề gặp nhau cho đến năm 1959. Vào thời gian đó, Munger chuyển tới phía Nam California, nhưng khi cha ông qua đời, ông đã quay trở về Omaha. Tiến sĩ David quyết định rằng đó là thời điểm thích hợp để hai người đàn ông trẻ tuổi gặp gỡ nên đã mời họ tới dùng bữa tối trong một nhà hàng địa phương. Đó là nơi khởi đầu cho một mối quan hệ hợp tác phi thường.

Munger là con trai của một luật sư và là cháu trai của một thẩm phán liên bang, đã thành lập một văn phòng luật sư thành công tại Los Angeles, nhưng mối quan tâm của ông dành cho chứng khoán cũng rất lớn. Trong bữa ăn tối đầu tiên, cả hai người đàn ông trẻ tuổi nói chuyện về rất nhiều chủ đề, trong đó có cả chứng khoán. Kể từ đó, họ thường xuyên liên lạc với nhau, Buffett thường xuyên hối thúc Munger từ bỏ nghề luật sư và tập trung vào chứng khoán. Cùng một lúc, Munger làm cả hai việc. Năm 1962, ông thành lập một công ty hợp danh đầu tư giống như công ty của Buffett, trong khi vẫn tiếp tục duy trì văn phòng luật sư. Sau ba năm rất thành công, ông hoàn toàn từ bỏ văn phòng luật, mặc dù cho tới thời điểm này, ông vẫn có một văn phòng mang tên ông.

Công ty hợp danh đầu tư của Munger tại Los Angeles, và của Buffett tại Omaha, đều có cùng phương pháp đầu tư. Cả hai đều tìm kiếm cơ hội mua cổ phiếu chiết khấu dưới giá trị thực. (Họ tận hưởng những kết quả giống nhau, cả hai đều vượt qua chỉ số công nghiệp trung bình Dow Jones với mức biên đầy ấn tượng). Sau đó, cũng không có gì ngạc nhiên khi họ mua cùng một số loại chứng khoán. Vào cuối những năm 1960, giống như Buffett, Munger bắt đầu mua cổ phiếu của Blue Chip Stamps, và cuối cùng trở thành Chủ tịch Hội đồng Quản trị của công ty đó. Khi Berkshire và Blue Chip Stamps sáp nhập năm 1978, ông trở thành Phó Chủ tịch Hội đồng Quản trị của Berkshire, và giữ vị trí này cho tới ngày nay.

Mối quan hệ công việc giữa Munger và Buffett không được hợp thức hoá thành một hợp đồng hợp danh chính thức, nhưng qua nhiều năm, hai ông ngày càng trở nên thân thiết hơn, cộng sinh hơn. Thậm chí trước khi Munger tham gia Hội đồng Quản trị Berkshire, cả hai đã cùng nhau đưa ra nhiều quyết định đầu tư và thường bàn bạc ý kiến hàng ngày. Những công việc kinh doanh của họ dần trở nên gắn bó với nhau hơn.

Ngày nay, Munger tiếp tục giữ chức vụ là Phó Chủ tịch Hội đồng Quản trị của Berkshire Hathaway và cũng đóng vai trò là Chủ tịch Hội đồng Quản trị của Wesco Financial - công ty mà Berkshire sở hữu tới 80% và tiến hành nhiều vụ đầu tư tương tự. Về mọi mặt, ông đóng vai trò cộng sự đồng quản lý được thừa nhận và là một người bạn tuyệt vời của Buffett. Để hiểu được hai người thân thiết với như thế nào, chúng ta chỉ đếm trong các báo cáo của Buffett số lần xuất hiện câu "Charlie và tôi" đã làm điều này, hoặc quyết định điều đó, hoặc tin vào điều này, hoặc xem xét vấn đề đó, hoặc nghĩ điều này - như thể "Charlie và tôi" là tên một người vậy.

Đối với mối quan hệ công việc của họ, Munger không chỉ nhạy bén về tài chính mà còn am hiểu luật kinh doanh. Ông cũng mang lại một triển vọng tri thức khá khác biệt với Buffett. Munger đặc biệt quan tâm tới kiến thức ở nhiều lĩnh vực khác nhau - khoa học, lịch sử, triết học, tâm lý học, toán học và tin rằng một lĩnh vực đều có những khái niệm quan trọng mà những con người thận trọng có thể và nên áp dụng cho tất cả nỗ lực của họ, bao gồm cả những quyết định đầu tư. Ông gọi chúng là "những ý tưởng lớn", và chúng là nền tảng của khái niệm nổi tiếng của ông về "hàng rào mắt cáo của những mô hình trí tuệ" đối với các nhà đầu tư.

Tất cả những mảng kiến thức này đều có mối liên hệ mật thiết với nhau - kiến thức tài chính, nền tảng luật pháp, và sự đánh giá cao những bài học từ các môn học khác – khiến triết lý đầu tư của Munger khác biệt với Buffett. Trong khi Buffett vẫn đang tìm kiếm các cơ hội đầu tư với mức giá hợp lý, thì Munger tin vào việc trả một mức giá tương đối cho các công ty có chất lượng. Triết lý của ông rất có sức thuyết phục.

Mua một công ty tuyệt vời với giá tương đối còn tốt hơn là mua một công ty tương đối với giá tuyệt vời.

WARREN BUFFETT

Chính Munger thuyết phục Buffett trả giá gấp ba lần giá trị sổ sách cho See's Candy, cuối cùng đây là một thương vụ thành công (Xem đầy đủ câu chuyện tại Chương 4). Đó là khi suy nghĩ của Buffett bắt đầu thay đổi, và ông vui vẻ thừa nhận rằng chính Charlie đã đẩy ông tới một định hướng mới. Cả hai nhanh chóng thêm vào rằng khi bạn tìm thấy một công ty chất lượng cũng đồng thời đang được chào bán với giá chiết khấu, thì có nghĩa là bạn đã "đào đúng mạch dầu". Hoặc, trong trường hợp của Berkshire, đó chính là điều tốt nhất tiếp theo: Coca-Cola (xem Chương 4).

Một nguyên nhân khiến cho Buffett và Munger rất hoà hợp với nhau đó là cả hai người đều kiên quyết đối với những nguyên tắc kinh doanh cơ bản. Giống như Buffett từng chấp nhận mức tiền lãi thu được nghèo nàn trong ngành công nghiệp bảo hiểm và trong một thời gian đã từ chối ký kết các hợp đồng. Với Charlie, trong vai trò là CEO của Wesco, ông cũng từ chối các khoản vay khi phải đương đầu với ngành công nghiệp cho vay và các khoản tiết kiệm đầy bất chắc. Cả hai đều thể hiện những phẩm chất quản lý cần thiết để điều hành những công ty chất lượng cao. Các cổ đông của Berkhire Hathaway may mắn khi có được những cộng sự quản lý chăm sóc phần lợi tức của họ và giúp họ kiếm tiến trong tất cả các môi trường kinh tế. Trong tương lai, các cổ đông của Berkshire vẫn tiếp tục hưởng lợi không phải từ một, mà là từ hai cái đầu thông minh.

Bước ngoặt của những ảnh hưởng

Một thời gian ngắn sau khi Graham qua đời năm 1976, Buffett trở thành người quản lý được chỉ định cho phương pháp đầu tư giá trị của Graham. Thực sự, cái tên Buffett đồng nghĩa với đầu tư giá trị. Lý do thật đơn giản. Ông là một trong những học trò tận tâm nổi tiếng nhất của Graham, và Buffett không bao giờ bỏ lỡ cơ hội thừa nhận món nợ trí tuệ ông đã nợ Graham. Thậm chí ngày nay, Buffett vẫn coi Graham là người có ảnh hưởng nhiều nhất tới sự nghiệp đầu tư của ông sau cha ông.

Vậy thì Buffett hoà hợp món nợ trí tuệ không thể trả Graham với các vụ mua cổ phiếu như Washington Post (năm 1973) và Coca-Cola (năm 1988) như thế nào? Mặc dù chưa bao giờ vượt qua được bài kiểm tra tài chính nghiêm ngặt về mua cổ phiếu của Graham, nhưng trong cả hai vụ mua lại trên, Buffett đã thực hiện những vụ đầu tư quan trọng.

Đầu năm 1965, Buffett bắt đầu nhận ra rằng chiến lược mua cổ phiếu giá rẻ của Graham không còn lý tưởng nữa. Theo phương pháp tìm kiếm những công ty đang bán với giá thấp hơn vốn lưu động ròng của người thầy dày dặn kinh nghiệm, Buffett mua về những kẻ bại trận đích thực. Ông đã mua được rất nhiều công ty với giá rẻ (điều này phù hợp với bài kiểm tra về mua cổ phiếu của Graham) bởi vì những công ty này đang lâm vào tình trạng khủng hoảng.

Từ những sai lầm đầu tư đầu tiên, Buffett bắt đầu dẹp bỏ những bài giảng nghiêm khắc của Graham. Ông thừa nhận: "Tôi đã tiến hoá, nhưng tôi không đi từ vượn thành người hay người thành vượn bằng một thái độ hoà nhã". Ông bắt đầu đánh giá cao mặt chất lượng của một số công ty nhất định, trong mối quan hệ so sánh với mặt số lượng của những công ty khác. Tuy vậy, bản thân ông vẫn thấy mình sa vào việc tìm kiếm những món hời và thỉnh thoảng thu được những món hời kinh khủng. Ông thừa nhận: "Hình phạt của tôi là một nền giáo dục trong nền kinh tế của những nhà sản xuất cối xay (Dempster Mill Manufacturing), những cửa hàng hạng ba (Hochschild -Kohn), và các nhà sản xuất hàng dệt may New England (Berkshire Hathaway)". Ông cũng thừa nhận rằng, sự phát triển của Buffett đã bị đình trệ bởi vì điều Graham dạy ông quá đáng giá.

Khi đánh giá cổ phiếu, Graham không hề nghĩ về những đặc điểm cụ thể của các công ty. Ông không hề xem xét khả năng của ban quản lý. Ông hạn chế tìm hiểu, nghiên cứu trong phạm vi kết quả kinh doanh và những bản báo cáo thường niên. Nếu có một cơ hội kiếm tiền khi giá cổ phiếu thấp hơn giá trị tài sản của công ty, thì Graham đã mua công ty, bất chấp công việc kinh doanh và ban quản lý của công ty như thế nào. Để tăng xác suất thành công, ông mua càng nhiều cổ phiếu của các công ty có thống kê như vậy càng tốt.

Nếu phương pháp giảng dạy của Graham hạn chế những quy tắc này, Buffett sẽ chẳng quan tâm mấy tới ông. Nhưng lý thuyết biên độ an toàn mà Graham nhấn mạnh quá quan trọng đến mức Buffett bỏ qua tất cả những hạn chế hiện tại khác trong phương pháp luận của Graham. Thậm chí cho tới bây giờ, Buffett vẫn tiếp tục ấp ủ ý tưởng ban đầu của Graham, lý thuyết Biên độ an toàn. Buffett ghi chép rằng: "40 năm sau khi đọc nó, tôi vẫn nghĩ chúng là những từ đúng". Bài học chính yếu mà Buffett học từ Graham đó là đầu tư thành công liên quan tới mua chứng khoán khi giá thị trường đang ở mức chiết khấu đáng kể dưới giá trị kinh doanh.

Cùng với lý thuyết biên độ an toàn đã trở thành nền tảng trí tuệ trong lối suy nghĩ của Buffett, Graham giúp Buffett đánh giá được sự hao công tốn sức của sự theo dõi dao động của thị trường chứng khoán. Graham dạy rằng chứng khoán có đặc điểm đầu tư và đặc điểm đầu cơ là kết quả của lòng tham và nỗi sợ hãi của con người. Những cảm xúc này, hiện hữu ở hầu hết các nhà đầu tư, khiến giá cổ phiếu biến động và quan trọng hơn là quá thấp hơn so với giá trị nội tại

của một công ty, vì vậy "để lộ ra biên độ an toàn". Graham đã dạy Buffett rằng nếu ông có thể bảo vệ bản thân trước những cơn lốc xúc cảm của thị trường chứng khoán, thì có một cơ hội khai thác những hành động bất hợp lý của những nhà đầu tư khác, những người mua cổ phiếu dựa trên cảm xúc, chứ không phải sự logic.

Buffett học được cách suy nghĩ độc lập từ Graham. Graham tư vấn cho Buffett rằng nếu ông có được một kết luận logic dựa trên những phán đoán hợp lý, thì ông không nên lùi bước chỉ vì những người khác không tán thành. Ông viết: "Bạn không đúng hoặc sai bởi số đông không đồng ý với bạn. Bạn đúng bởi số liệu và lập luận của bạn đúng".

Trong nhiều trường hợp, Phil Fisher có ý kiến trái ngược với Ben Graham. Fisher tin rằng để đưa ra những quyết định hợp lý, nhà đầu tư cần phải có đầy đủ thông tin về một doanh nghiệp. Điều đó có nghĩa là họ cần phải điều tra tìm hiểu mọi khía cạnh của công ty. Họ cũng cần phải nhìn xa hơn những con số và hiểu biết về bản thân ngành kinh doanh bởi vì thông tin đó đóng vai trò quan trọng trong một thương vụ làm ăn thành công. Họ cũng cần phải nghiên cứu những đóng góp của ban quản lý công ty, vì khả năng quản lý có thể ảnh hưởng tới giá trị nội tại của doanh nghiệp. Họ nên biết càng nhiều càng tốt về ngành kinh doanh của công ty, và về các đối thủ cạnh tranh. Họ nên khai thác mọi nguồn thông tin.

Khi xuất hiện trong chương trình truyền hình Money World của kênh truyền hình PBS năm 1993, Buffett được hỏi sẽ khuyên một nhà quản lý mới vào nghề điều gì. Ông trả lời: "Tôi sẽ bảo ông ta làm chính điều mà tôi đã làm cách đây hơn 40 năm, đó là tìm hiểu mọi công ty ở Mỹ đã phát hành cổ phiếu ra công chúng".

Người dẫn chương trình Adam Smith phản bác: "Nhưng có tới 27 nghìn công ty đã phát hành cổ phiếu".

Buffett trả lời: "Ồ, vậy thì hãy bắt đầu với các công ty vần A".

Fisher giúp Buffett hiểu được giá trị của tin đồn. Qua nhiều năm, Buffett phát triển một mạng lưới quan hệ rộng rãi với những người hỗ trợ ông khi đánh giá các doanh nghiệp.

Cuối cùng, Fisher dạy Buffett về lợi ích của đầu tư tập trung. Ông tin rằng dạy các nhà đầu tư "đặt trứng vào nhiều giỏ" để giảm thiểu rủi ro là một sai lầm. Ông cảm thấy mối nguy hiểm khi mua quá nhiều cổ phiếu, khi các nhà đầu tư ngày càng không kiểm soát được tất cả "trứng" trong tất cả các "giỏ". Theo quan điểm của ông, mua cổ phiếu của một công ty mà không dành thời gian để tìm hiểu công ty còn rủi ro hơn nhiều so với việc hạn chế đa dạng hoá.

John Burr Williams mang đến cho Buffett một phương pháp luận xác định giá trị nội tại của một doanh nghiệp - là "viên đá tảng" cho phương pháp đầu tư của ông.

Sự khác biệt giữa Graham và Fisher rất rõ ràng. Graham, nhà phân tích định lượng, chỉ nhấn mạnh những nhân tố có thể tính được: Tài sản cố định, tiền lãi hiện tại, và cổ tức. Nghiên cứu của ông chỉ hạn chế ở kết quả kinh doanh của công ty và các báo cáo thường niên. Ông không dành thời gian phỏng vấn khách hàng, đối thủ cạnh tranh và nhà quản lý.

Phương pháp của Fisher hoàn toàn trái ngược với Graham. Fisher, nhà phân tích định tính, nhấn mạnh những yếu tố mà ông tin rằng làm tăng giá trị của một công ty: khả năng quản lý và triển vọng tương lai. Trong khi Graham chỉ quan tâm tới việc mua cổ phiếu giá rẻ, thì Fisher lại quan tâm tới việc mua những cổ phiếu của những công ty có tiềm năng tăng giá trị nội tại trong dài hạn. Ông tiến những bước xa hơn, bao gồm cả tiến hành những cuộc phỏng vấn mở rộng để tìm ra một số luồng thông tin có thể cải thiện quá trình lựa chọn.

Theo Buffett, mặc dù phương pháp đầu tư của Fisher và Graham khác nhau, nhưng họ "song hành trong thế giới đầu tư". Tận dụng cơ hội được tự do viết lại, tôi xin mạn phép sửa rằng thay vì song hành, trong cách giảng dạy Warren Buffett họ rất ăn khớp với nhau: Phương pháp đầu tư của Buffett kết hợp cả sự hiểu biết định tính về doanh nghiệp và ban quản lý của công ty đó (như Fisher dạy) và hiểu biết định lượng về giá cả và giá trị (như Graham dạy).

Warren Buffett từng nói: "Tôi có 15% Fisher, và 85% Benjamin Graham". Lời nhận xét đó được trích dẫn rộng rãi, nhưng điều quan trọng cần phải nhớ là ông nói điều đó vào năm 1969. Buffett dần thay đổi và rõ ràng chuyển hướng theo triết lý của Fisher về mua một số ít những công ty hiệu quả và sở hữu những công ty này. Tôi nghĩ, nếu ngày hôm nay ông vẫn tiếp tục làm như thế, thì sự cân bằng sẽ tiến gần tới con số 50/50 (50% Fisher - 50% Graham).

Không còn nghi ngờ gì nữa, chính Charlie Munger là người góp phần vào quá trình chuyển lối suy nghĩ của Buffett theo lối suy nghĩ của Fisher.

Thực tế, chính Munger là hiện thân tích cực của những lý thuyết định tính của Fisher. Ngay từ đầu, Charlie đã đánh giá chuẩn xác về giá trị của một công ty tốt hơn, và sự thông minh khi trả một giá hợp lý. Qua nhiều năm cùng nhau làm việc, Charlie tiếp tục giảng giải về sự khôn khéo khi trả giá cho một thương vụ có lợi.

Tuy vậy, xét theo một khía cạnh cụ thể quan trọng, Munger cũng là hiện thân hiện tại của Ben Graham. Những năm đầu tiên, Graham dạy Buffett hai sắc thái cảm xúc trong đầu tư - những cảm xúc sai lầm gây ra đối với những người đưa ra những quyết định không hợp lý dựa trên

cảm xúc, và tất nhiên là tạo ra cơ hội cho những người có thể tránh được những cái bẫy tương tự. Munger, qua những hiểu biết của ông về tâm lý học, đã tiếp tục phát triển chủ đề đó. Ông gọi nó là "tâm lý học của sự đánh giá nhầm lẫn", một khái niệm chúng ta sẽ tìm hiểu kỹ hơn ở Chương 11. Ông liên tục nhấn mạnhnó như một phần không thể thiếu khi đưa ra quyết định cho Berkshire. Đó là một trong những đóng góp quan trọng nhất của ông.

***

Lời đề tặng của Buffett dành cho Ben Graham, Phil Fisher, John Burr Williams, và Charlie Munger là hoàn toàn có thể hiểu được. Graham cho Buffett nền tảng trí tuệ cơ bản để đầu tư, biên độ an toàn, và giúp Buffett học cách làm chủ cảm xúc để dành lợi thế trước biến động của thị trường. Fisher cho Buffett một phương pháp luận cập nhật, hợp lý để giúp ông xác định được những vụ đầu tư có lợi dài hạn và quản lý danh mục đầu tư trong dài hạn, đồng thời cũng dạy ông giá trị của việc chỉ tập trung vào một số ít các công ty có triển vọng. Williams cho ông một mô hình tính toán giá trị thực. Munger giúp Buffett đánh giá cao khoản tiền lãi từ những vụ mua lại và sở hữu những công ty lớn. Sự lúng túng thường trực xung quanh những hoạt động đầu tư của Buffett thực sự dễ dàng hiểu được khi chúng ta thừa nhận rằng Buffett là sự tổng hợp của cả bốn người trên.

Descartes đã viết: "Chỉ thông minh thôi chưa đủ, điều quan trọng là phải vận dụng nó tốt". Đó là sự vận dụng khiến Buffett khác biệt với những nhà quản lý đầu tư khác. Nhiều đồng nghiệp của ông rất thông minh, có kỷ luật, và tận tuỵ. Buffett vượt lên trên tất cả bọn họ bởi khả năng xuất chúng của ông trong việc kết hợp chiến lược của bốn người thầy thông thái thành một phương pháp duy nhất.

3. “NGÀNH KINH DOANH CHÍNH CỦA CHÚNG TÔI LÀ BẢO HIỂM”

Thuở ban đầu của Berkshire Hathaway

Khi Công ty hợp danh đầu tư Buffett giành quyền kiểm soát Berkshire Hathaway vào năm 1965, cổ phiếu của công ty rớt giá xuống một nửa và kinh doanh thua lỗ vượt qua mức 10 triệu đô la. Buffett và Ken Chace, người quản lý Công ty dệt may, làm việc chăm chỉ để tìm cách xoay chuyển tình thế của công ty dệt may. Kết quả thật đáng thất vọng: Tiền lãi thu được từ cổ phiếu khó khăn lắm mới đạt được mức hai con số.

Giữa tình trạng ảm đạm đã xuất hiện một điểm sáng, một tín hiệu tốt: Đó là sự quản lý khéo léo danh mục đầu tư cổ phiếu thường của Buffett. Khi Buffett mua lại, công ty có 2,9 triệu đô la cổ phiếu được bán trên thị trường. Cuối năm đầu tiên, Buffett đã tăng số lượng chứng khoán tới 5,4 triệu đô la. Năm 1967, phần tiền lãi thu được từ đầu tư gấp ba lần số tiền thu được từ toàn bộ bộ phận dệt may, gấp 10 lần vốn căn bản từ phát hành chứng khoán.

Tuy vậy, trong thập kỉ tiếp theo, Buffett dần hiểu được một số điểm thực tế. Trước hết, bản chất ngành dệt may làm cho phần lợi tức cao thu được từ cổ phiếu trở nên không chắc chắn. Cạnh tranh từ bên ngoài - thuê nhân công rẻ hơn - đang thu hẹp dần lợi nhuận biên. Thứ hai, để tiếp tục cạnh tranh, các nhà máy dệt may sẽ cần phải cải thiện nguồn vốn đáng kể - một triển vọng đang bị đe doạ trong một môi trường lạm phát và đầy nguy hiểm nếu phần tiền lãi thu về không đủ.

Buffett không hề cố gắng che đậy những khó khăn, nhưng trong một vài lần, ông đã giải thích lối suy nghĩ của ông: Các nhà máy dệt may là ông chủ lớn nhất trong ngành, nguồn lực lao động là nhóm tuổi già hơn với kỹ năng không thể thay thế được, ban quản lý có lòng nhiệt tình cao; các hiệp hội đều hợp lý, và cuối cùng, ông đã tin rằng ngành kinh doanh dệt may sẽ thu được lợi nhuận.

Tuy vậy, Buffett đã làm rõ rằng ông mong đợi nhóm ngành dệt may sẽ thu được một khoản tiền lãi khả quan trên những khoản vốn chi phí khiêm tốn nhất. Buffett nói: “Tôi sẽ không đóng cửa một công ty có tiềm năng lợi nhuận dưới mức bình thường mà chỉ thêm vào một phần nhỏ cho tiền lãi của công ty chúng tôi”. Ông giải thích: “Tôi cũng cảm thấy thật bất hợp lý cho một công ty có tiềm năng lợi nhuận khác thường khi đầu tư vào một công ty dường như sẽ thua lỗ trong

tương lai. Adam Smith sẽ không tán thành với ý kiến đầu tiên và Karl Marx sẽ không tán thành với ý kiến thứ hai của tôi, phần ở giữa là vị trí duy nhất khiến tôi thoải mái".

Trong năm 1980, báo cáo thường niên đã chỉ ra những tín hiệu xấu cho tương lai của công ty dệt may. Năm đó, ngành mất vị trí dẫn đầu uy tín trong Bức thư của Chủ tịch Hội đồng Quản trị. Trong năm tiếp theo, ngành dệt may đã hoàn toàn không xuất hiện trong bức thư nữa. Tiếp theo, một sự thật không thể tránh khỏi: Tháng Bảy năm 1985, Bufffett đã gấp những cuốn sách về ngành dệt may, vì vậy chấm dứt hoạt động của một ngành kinh doanh được bắt đầu vào khoảng một trăm năm trước đây.

Trải nghiệm đó không phải chỉ là một sự thất bại hoàn toàn. Trước hết, Buffett học được một bài học quý giá về sự thay đổi của công ty: Họ hiếm khi thành công. Thứ hai, tập đoàn dệt may đã tạo ra đủ vốn trong những năm đầu tiên để mua một công ty bảo hiểm và đó là một câu chuyện tươi sáng hơn rất nhiều.

Ngành kinh doanh bảo hiểm

Tháng Ba năm 1967, Berkshire Hathaway mua cổ phiếu hiện hành của hai công ty bảo hiểm có trụ sở chính tại Omaha với giá 8,6 triệu đô la: National Indemnity Company (Công ty Bồi thường Quốc gia) và National Fire & Marine Insurance Company (Công ty Bảo hiểm Hàng hải và Hoả hoạn Quốc gia). Đó là sự khởi đầu cho một câu chuyện thành công phi thường. Công ty Dệt may Berkshire Hathaway không tồn tại lâu dài, nhưng Berkshire Hathaway sẽ trở thành công ty đầu tư đầy triển vọng.

Để đánh giá sự phi thường, chúng ta phải nhận ra giá trị thực sự của việc sở hữu một công ty bảo hiểm. Các công ty bảo hiểm đôi khi là những vụ đầu tư béo bở, đôi khi lại không. Tuy vậy, các công ty này luôn là những phương tiện đầu tư tuyệt vời. Những người giữ hợp đồng bảo hiểm, thông qua thanh toán phí bảo hiểm, cung cấp dòng tiền mặt thường xuyên, gọi là bong bóng. Các công ty bảo hiểm đặt dòng tiền mặt này sang một bên (gọi là dự trữ) để trả tiền số tiền bảo hiểm mỗi năm, dựa trên khả năng ước tính tốt nhất của họ, và đầu tư phần còn lại. Để chính bản thân chúng có khả năng thanh khoản cao, vì rất khó để xác định chính xác khi cần phải thanh toán tiền bồi thường, hầu hết mọi người lựa chọn cách đầu tư vào những chứng khoán đang chào bán trên thị trường - những cổ phiếu và trái phiếu ban đầu. Vì vậy Warren Buffett đã mua lại không chỉ hai công ty có tiềm lực khiêm tốn mà còn cả một phương tiện cứng cỏi để quản lý các vụ đầu tư.

Đối với một người lựa chọn chứng khoán theo mùa như Buffett, đó là một phép toán hoàn hảo. Chỉ trong vòng hai năm, ông tăng danh mục chứng khoán và cổ phiếu kết hợp của hai công ty từ

31,9 triệu đô la lên gần 42 triệu đô la. Cùng thời điểm đó, những công ty bảo hiểm hoạt động tương đối tốt. Chỉ trong vòng một năm, lợi nhuận ròng của Công ty Bồi thường Quốc gia tăng từ 1,6 triệu đô la lên đến 2,2 triệu đô la.

Thành công bước đầu của Buffett trong ngành bảo hiểm đã dẫn đường cho ông mở rộng tập đoàn này. Trong thập kỷ tiếp theo, ông mua thêm ba công ty bảo hiểm nữa. Ông không hề đi chậm lại. Tới năm 2004, Berkshire sở hữu 38 công ty bảo hiểm, bao gồm hai đại gia khổng lồ, Government Employees Insurance Company (GEICO) và General Re, mỗi công ty có rất nhiều chi nhánh.

Công ty bảo hiểm GEICO

Trước hết, Warren Buffett biết đến GEICO từ khi còn là sinh viên tại Columbia vì thầy giáo của ông - Ben Graham - là Tổng Giám đốc. Niềm say mê tri thức của Buffett thể hiện trong câu chuyện của một sinh viên trẻ tuổi tới thăm văn phòng của công ty vào một buổi sáng thứ Bảy và đập cửa thình thịch cho tới khi người gác cửa cho anh ta vào. Sau đó, Buffett mất năm tiếng đồng hồ để có được một buổi đào tạo về ngành kinh doanh bảo hiểm từ một người duy nhất làm việc trong ngày hôm đó: Lorinmer Davidson, nhân viên đầu tư sau này trở thành CEO của công ty. Điều ông học được đã kích thích trí tò mò của ông.

GEICO được thành lập dựa trên hai khái niệm đơn giản nhưng công bằng: Nếu bạn chỉ bảo hiểm những người có hồ sơ tốt bạn sẽ mất ít tiền bồi thường hơn. Nếu bạn bán trực tiếp cho khách hàng, không thông qua các đại lý, bạn sẽ giảm thiểu được tổng chi phí.

Trở về quê hương Omaha và làm việc cho công ty môi giới của cha ông, một chàng trai rất trẻ như Warren Buffett đã viết một bài báo về GEICO cho một tạp chí tài chính. Ông đã viết: “Có lý do để tin rằng tỉ lệ tăng trưởng nằm ở phía trước”. Buffett đầu tư 10.282 đô la vào công ty, rồi năm sau bán đi và thu được 50% lợi nhuận. Tuy nhiên, ông vẫn luôn theo dõi sát sao hoạt động của công ty.

Suốt những năm 1950 và 1960, GIECO rất phát triển. Nhưng sau đó, công ty bắt đầu rơi vào tình trạng hỗn loạn. Trong vài năm, công ty cố gắng mở rộng nền tảng khách hàng thông qua bán hạ giá và nới lỏng những yêu cầu thích hợp, và trong hai năm liền, công ty tính toán sai nghiêm trọng lượng tiền dự trữ cần thiết (ngoài khoản tiền dùng để trả tiền bồi thường). Hậu quả là, vào khoảng giữa những năm 1970, công ty từng vang bóng một thời gần như phá sản.

Năm 1976, khi giá cổ phiếu giảm từ 61 đô la xuống còn 2 đô la một cổ phiếu, Warren Buffett bắt đầu mua. Suốt khoảng thời gian năm năm, với niềm tin kiên định rằng đó là một công ty hùng

mạnh với những lợi thế cạnh tranh nền tảng bền vững, Buffett đã đầu tư 45,7 triệu đô la vào GEICO.

Ngay trong năm sau, năm 1977, công ty lại làm ăn có lãi. Suốt hai thập kỷ tiếp theo, GEICO có tỉ lệ bảo hiểm dương có nghĩa là công ty thu được tiền phí bảo hiểm nhiều hơn số tiền thanh toán bồi thường bảo hiểm - hàng năm chứ không chỉ có một năm. Trong ngành bảo hiểm, khi đó tỉ lệ âm là chuyện thường không phải là ngoại lệ, loại hồ sơ bảo hiểm như của GEICO hầu như không được biết tới. Với sự quản lý hết sức thông minh của Lou Simpson, một người đàn ông có tên tuổi khiến GEICO thu được những nguồn đầu tư cực kỳ lớn.

Đến năm 1991, Berkshire sở hữu gần một nửa (48%) cổ phần của GEICO. Kết quả hoạt động đầy ấn tượng của công ty bảo hiểm, cùng sự quan tâm của Buffett dành cho công ty, ngày càng tăng. Trong năm 1994, bắt đầu xuất hiện những buổi thảo luận nghiêm túc về việc Berkshire mua lại toàn bộ công ty, và trong năm tiếp theo, bản hợp đồng cuối cùng đã được thông báo. Tại thời điểm đó, Berkshire sở hữu 51% cổ phần của GEICO, và chấp nhận mua nốt phần còn lại với giá 2,3 tỉ đô la. Đó là thời điểm hầu hết các công ty trong ngành bảo hiểm phải rất khó khăn mới thu được lợi nhuận và hầu hết các nhà đầu tư đều giữ khoảng cách với đa số các công ty trong ngành. Toàn bộ công việc trên giấy tờ hoàn tất vào đầu năm 1996. Từ đó, Berkshire Hathaway chính thức sở hữu GEICO và quản lý độc lập với các công ty cổ phần bảo hiểm khác của Berkshire Hathaway.

Mặc dù cũng gặp phải một vài khó khăn, nhưng niềm tin của Buffett vào nền tảng cơ bản của GEICO phần nào được đền đáp. Từ năm 1996 tới năm 2003, thị phần của công ty tăng từ 2,7% lên 5%. Thời gian khó khăn nhất đó là vào năm 2000, khi nhiều khách hàng bảo hiểm của công ty chuyển sang sử dụng dịch vụ của các nhà cung cấp khác, và một chiến dịch quảng cáo cực kỳ rầm rộ (tiêu tốn khoảng 260 triệu đô la) đã thất bại, không tạo ra nhiều hợp đồng kinh doanh mới như dự kiến.

Mọi thứ bắt đầu ổn định dần vào năm 2001, và sang năm 2002, GEICO quay trở lại đúng quỹ đạo hoạt động, với mức tăng trưởng đáng kể trên thị trường cổ phiếu cũng như lợi nhuận. Năm đó, GEICO thu được 6,9 tỉ đô la tiền phí bảo hiểm, một bước nhảy vọt so với con số 2,9 tỉ đô la hồi năm 1996, năm Berkshire mua lại toàn bộ công ty. Tháng Tư năm 2003, công ty đạt được một bước ngoặt lịch sử với hợp đồng bảo hiểm thứ 5 triệu. Cuối năm 2003, 5 triệu người có hợp đồng bảo hiểm này nộp tổng số phí bảo hiểm là 8,1 tỉ đô la.

Do lợi nhuận biên tăng, người có hợp đồng bảo hiểm càng trung thành hơn với công ty, nên GEICO tập trung vào xây dựng những mối quan hệ lâu dài với khách hàng. Khi Buffett tiếp quản

công ty vào năm 1996, ông đưa ra một hệ thống khuyến khích mới để thưởng cho sự tập trung này. Một nửa số tiền thường và tiền chia lãi dựa trên những hợp đồng có ít nhất một năm tuổi, nửa còn lại dựa vào sư gia tăng của người tham gia bảo hiểm.

Trung bình mỗi khách hàng của GEICO có nhiều hơn một phương tiện được bảo hiểm, đóng phí bảo hiểm khoảng 1.100 đô la hàng năm, nhưng duy trì một hồ sơ tuyệt vời. Như Buffett từng chỉ ra nguyên lý kinh tế của công thức đó thật đơn giản: "Tiền đổ về thay vì chảy ra ngoài".

Từ thỏa thuận ban đầu là 2 đô la một cổ phiếu hồi năm 1976, Buffett đã trả gần 70 đô la một cổ phiếu cho phần còn lại của công ty trong năm 1996. Ông không đưa ra lời biện hộ nào. Ông coi GEICO là công ty duy nhất có tiềm năng vô hạn, và điều này rất đáng giá. Ở khía cạnh này, theo Charlie Munger – cộng sự có ảnh hưởng sâu sắc tới Buffett, nếu bạn muốn sở hữu những công ty có triển vọng nhất, bạn phải sẵn sàng trả hết khi người ta sẵn sàng bán chúng.

Nếu hiểu mối quan hệ công việc gần gũi của họ, chúng ta có thể nói rằng Munger có ảnh hưởng rất lớn đến quyết định liên quan đến bảo hiểm lớn khác của Berkshire.

General Re Corporation

Năm 1996, Buffett chi 2,3 tỉ đô la để mua một nửa còn lại của GEICO mà ông chưa sở hữu. Hai năm sau, ông đã chi gấp bảy lần số tiền đó, vào khoảng 16 tỉ đô la trị giá cổ phiếu của Berkshire Hathaway để mua lại một công ty bảo hiểm mang tên General Re. Đó là vụ mua lại lớn nhất từ trước tới nay. Một số người gọi nó là sự kiện lớn nhất trong lịch sử Berkshire.

Tái bảo hiểm là một lĩnh vực của ngành bảo hiểm không được nhiều người biết đến, do nó không liên quan đến những sản phẩm quen thuộc trong cuộc sống, sở hữu nhà cửa, hoặc bảo hiểm tự động. Theo cách hiểu đơn giản nhất, các công ty tái bảo hiểm bảo hiểm các công ty bảo hiểm khác. Mặc dù một bản hợp đồng không giải thích rõ ràng phí bảo hiểm và phần thua lỗ được chia như thế nào, một công ty tái bảo hiểm phải chịu trách nhiệm một tỉ lệ phần trăm nào đó phần rủi ro của công ty bảo hiểm. Điều này khiến nhà tái bảo hiểm ban đầu phải chịu mức độ rủi ro cao hơn, giảm thiểu nhu cầu vốn hoạt động, và giảm bớt tỉ lệ thua lỗ.

Về phần mình, nhà tái bảo hiểm nhận được một phần phí bảo hiểm, để đầu tư nếu công ty thấy hợp lý. General Re chủ yếu là đầu tư vào trái phiếu. Thực tế điều này là một phần quan trọng trong chiến lược mua lại công ty của Buffett.

Khi Buffett mua lại công ty, General Re sở hữu gần 19 tỉ đô la trị giá trái phiếu, 5 tỉ đô la trị giá cổ phiếu, và 15 tỉ đô la tiền thả nổi. Bằng cách sử dụng cổ phiếu của Berkshire để mua lại công

ty và danh mục trái phiếu nặng ký của nó, chỉ bằng thao tác đơn giản, Buffett đã chuyển cán cân toàn bộ số cổ phần của Berkshire từ 80% cổ phiếu xuống 60%. Cuối năm 1998, Sở Thuế vụ (IRS) đưa ra quy định sáp nhập không bao hàm phần lợi nhuận vốn, điều đó có nghĩa là ông đã cố gắng "bán" gần 20% cổ phần của Berkshire, vì vậy không tránh sự biến động giá cả tồi tệ nhất, về bản chất là miễn thuế.

Điều thay đổi quan trọng duy nhất theo sát quá trình sáp nhập đó là sự biến mất của đơn vị đầu tư General Re. Khoảng 150 người có quyền quyết định đầu tư các quỹ của công ty vào đâu, chúng được thay thế bởi một cá nhân duy nhất. Đó chính là Warren Buffett.

Chỉ sau khi Berkshire mua lại General Re, công ty trải qua một trong những năm tồi tệ nhất. Năm 1999, GenRe thanh toán số tiền bồi thường từ những thảm hoạ thiên nhiên (mưa đá ở Australia, những trận động đất ở Thổ Nhĩ Kỳ, và một loạt cơn bão khốc liệt ở Châu Âu), từ vụ cháy nhà lớn nhất trong lịch sử, và sự thất bại của một công ty chiếu phim danh tiếng (công ty đã mua bảo hiểm số hoá đơn bán vé). Vấn đề trở nên tồi tệ hơn khi GenRe tham gia một nhóm các nhà bảo hiểm và tái bảo hiểm dính líu vào vụ lộn xộn đền bù công nhân mà cuối cùng kết thúc bằng một vụ tranh chấp phức tạp và khoản thiệt hại hữu hình xấp xỉ 275 triệu đô la trong hai năm hoạt động (1998 và 1999).

Vấn đề sau đó được làm sáng tỏ là do GenRe đã bán phá giá sản phẩm của mình. Hãy nhớ rằng, số phí bảo hiểm thu vào cuối cùng sẽ được thanh toán cho những người có hợp đồng bảo hiểm được bồi thường. Khi phải thanh toán nhiều hơn số tiền thu được, kết quả sẽ là vụ bảo hiểm thua lỗ. Tỉ lệ thua lỗ so với số phí bảo hiểm nhận được trong một năm bất kỳ được gọi là chi phí thả nổi cho năm đó. Khi cả hai phần của công thức cân bằng nhau, chi phí thả nổi bằng 0 là một điều tốt cho công ty. Thậm chí còn tốt hơn nếu tỉ lệ đó thấp hơn con số 0, hay chi phí thả nổi âm, điều này xảy ra khi tiền phí mua bảo hiểm thu được vượt xa số tiền thanh toán bồi thường thiệt hại, tạo ra lợi nhuận bảo hiểm. Điều này muốn nói tới chi phí thả nổi âm, nhưng thực tế thì nó luôn dương: Công ty bảo hiểm được thanh toán để giữ vốn.

Phần thả nổi là một điều tuyệt vời, Buffett thường nhận xét như vậy, trừ khi nó trở thành một chi phí quá cao. Tiền phí bảo hiểm thu được quá thấp, hoặc thiệt hại phải bồi thường cao bất thường sẽ gây tác động xấu cho chi phí thả nổi. Khi cả hai đồng thời xảy ra, chi phí thả nổi sẽ tăng vọt.

Đó chính là điều đã xảy ra với GenRe, mặc dù lúc đầu không hẳn là như vậy. Ngay đầu năm 1999, Buffett đã nhận ra rằng các hợp đồng bảo hiểm được bán với giá thấp hơn quy định, và ông bắt đầu chỉnh sửa lại sai lầm này. Tuy vậy, những ảnh hưởng của sự thay đổi này không thể

một sớm một chiều mà có được. Năm 2000, General Re đã trải qua một vụ thua lỗ bảo hiểm trị giá 1,6 tỉ đô la, tạo ra chi phí thả nổi lên tới 6%. Tuy vậy, Buffett cảm thấy có thể báo cáo trong thư gửi cổ đông năm 2000 rằng tình thế đang dần được cải thiện và ông mong đợi xu hướng phát triển sẽ xảy ra, Sau đó, trong một khoảnh khắc khủng khiếp, ông thêm vào một câu mà không hề có ý định trước: "Trừ khi không có thảm hoạ khủng khiếp nào, chúng ta kỳ vọng chi phí thả nổi sẽ giảm trong năm 2001". Khoảng sáu tháng sau, vào ngày 11 tháng Chín, nước Mỹ đã trải qua một thảm hoạ khủng khiếp mà chúng ta không bao giờ tưởng tượng được.

Trong thư gửi cổ đông gửi kèm báo cáo quý III năm 2001, Buffett viết: "Một thảm hoạ khủng khiếp không có gì đáng ngạc nhiên nữa. Đôi khi nó xảy ra, và lần này không phải là lần cuối cùng của chúng ta".

Buffett ước tính thiệt hại phải bồi thường của Berkshire từ vụ tấn công khủng bố ngày 11 tháng Chín lên tới 2.275 tỉ đô la, trong đó 1,7 tỉ đô la là của General Re. Mức độ thiệt hại đã châm ngòi một sự thay đổi cho GenRe. Họ đã nỗ lực hơn để đảm bảo những hợp đồng bảo hiểm được định giá chuẩn xác, và số tiền dự trữ được giữ lại đủ để thanh toán các vụ bồi thường. Sự thay đổi, sửa đổi này đã thành công. Năm 2002, sau năm năm thua lỗ, GenRe đã báo cáo khoản lợi nhuận bảo hiểm đầu tiên của công ty, là động lực để Buffett thông báo trong cuộc họp Hội đồng Quản trị thường niên năm 2002: "Chúng ta đã trở lại".

***

Warren Buffett vốn nổi tiếng là người luôn giữ vững lập trường. Với "thương hiệu" là người ngay thẳng, ông là người đầu tiên thừa nhận rằng ông không hề thấy GenRe có vấn đề gì cả. Đối với những người quan sát Warren Buffett, bản thân nhận định đó là một sự thú vị kỳ lạ. Đó là trường hợp mà một người lão luyện như Buffett có thể bỏ qua những vấn đề phức tạp của ngành bảo hiểm. Nếu những vấn đề đó rõ ràng, tôi chắc chắn rằng Buffett sẽ không trả cái giá mà ông đã dành cho GenRe. Tuy vậy, tôi cũng khá chắc chắn rằng ông sẽ tiếp tục bởi vì tầm nhìn của ông luôn hướng về dài hạn.

Ngành tái bảo hiểm mở ra tiềm năng khổng lồ, và một công ty tái bảo hiểm hoạt động tốt sẽ tạo ra giá trị khổng lồ cho các cổ đông. Buffett hiểu rõ điều đó hơn bất kỳ ai. Vì vậy, mặc dù sai lầm khi định giá của GenRe gây ra những vấn đề trong ngắn hạn, và mặc dù ông đã "mua" những vấn đề này cùng với công ty, điều này không phủ nhận kết luận cơ bản của ông rằng một công ty tái bảo hiểm được quản lý tốt tạo giá trị lớn cho Berkshire. Trong một tình huống như thế này, bản năng của Buffett là sẽ khắc phục vấn đề, chứ không từ bỏ công ty đi.

Như vẫn thường làm, Buffett tin tưởng những nhà quản lý của công ty với bảo hiểm đang dần được khôi phục thông qua định giá hợp lý những hợp đồng bảo hiểm và đặt ra mức dự trữ tương đối đủ. Dưới sự quản lý của họ, ông đã viết trong thư gửi cổ đông năm 2003, General Re "sẽ là một phương tiện mạnh mẽ thúc đẩy khả năng lợi nhuận trong tương lai của Berkshire".

Trong bức thư này, General Re là một trong hai công ty tái bảo hiểm toàn cầu quan trọng duy nhất được xếp hạng AAA (hạng cao nhất). Công ty còn lại cũng là một công ty của Berkshire: The National Indemnity Reinsurance Operation (Công ty tái Bảo hiểm Bồi thường Quốc gia)

Tập đoàn tái bảo hiểm Berkshire Hathaway

Công ty tái bảo hiểm Bồi thường Quốc gia thuộc Berkshire ngày nay rất khác biệt so với công ty mà Buffett mua lại năm 1967. Điểm khác biệt đó là cách tổ chức hoạt động và quy mô chứ không chỉ khác biệt trong triết lý kinh doanh cơ bản.

Một bộ phận của Công ty Bồi thường Quốc gia trước đây không tồn tại dưới thời của người sáng lập ra nó - Jack Ringwalt - là bộ phận tái bảo hiểm. Ngày nay, bộ phận này, được điều hành từ văn phòng của Công ty Bồi thường Quốc gia tại Stamford, Connecticut, đóng góp tích cực vào tổng doanh thu của Berkshire.

Tập đoàn tái bảo hiểm do Ajit Jain đứng đầu. Ajit sinh ra tại Ấn Độ, tốt nghiệp Học viện công nghệ Ấn Độ và trường Đại học Harvard. Gần đây, ông nói vui rằng khi ông gia nhập Berkshire hồi năm 1982, ông thậm chí không biết tái bảo hiểm là gì, tuy vậy ông đã xây dựng một công ty có mức lợi nhuận khổng lồ, và nhận được sự khen ngợi cao nhất của Buffett trong nhiều năm.

Hoạt động dựa trên nền tảng sự hùng mạnh tài chính của Berkshire, tập đoàn tái bảo hiểm có thể thảo ra những hợp đồng bảo hiểm mà các công ty khác, thậm chí là các công ty tái bảo hiểm khác, không bao giờ dám "béng mảng" tới. Một số công ty đứng ngoài lề bởi vì những hợp đồng bảo hiểm này quá đặc biệt: một hợp đồng bảo hiểm cho trường hợp làm tổn hại đến thân thế hoặc thanh danh đối với siêu sao Alex Rodriges của đội bóng chày Texas Rangers, hay cho một vụ thanh toán trị giá 1 tỉ đô la của một tấm vé số trên Internet. Nhận xét vụ bảo hiểm thứ hai, Phó Chủ tịch Tập đoàn tái bảo hiểm cho rằng: "Chỉ cần phí bảo hiểm cao hơn tỷ lệ, thì chúng ta hoàn toàn cảm thấy thoải mái".

Số lượng tham gia bảo hiểm tại tập đoàn bảo hiểm không phải quá là hào nhoáng. Tuy vậy, công ty thu được nhiều lợi nhuận. Doanh thu tăng đáng kể trong năm 2002 và 2003. Sau vụ khủng bố ngày 11 tháng Chín, nhiều công ty và cá nhân đã tăng danh mục bảo hiểm của họ lên rất nhiều, tuy vậy trong hai năm tiếp theo không hề xảy ra thảm hoạ nào. Trong năm 2003, Tập đoàn tái

bảo hiểm Berkshire Hathaway thu được 4,43 tỉ đô la tiền phí bảo hiểm, mang lại tổng số tiền thả nổi xấp xỉ 14 tỉ đô la.

Có lẽ quan trọng hơn là chi phí tiền mặt thả nổi năm đó âm 3% - có nghĩa là không có chi phí, mà chỉ có lợi nhuận. (Trong trường hợp này, hãy nhớ rằng "âm" là một số dương). Đó là bởi vì trong năm 2003, Tập đoàn tái bảo hiểm thu được lợi nhuận bảo hiểm (thu được nhiều phí bảo hiểm hơn số tiền phải thanh toán bồi thường thiệt hại) trị giá hơn 1 tỉ đô la. Để dễ dàng so sánh, trong cùng một năm, lợi nhuận bảo hiểm của GEICO là 452 triệu đô la, và của General Re là 145 triệu đô la.

Không có gì phải phân vân khi Buffett nói về Ajit Jain: "Nếu bạn nhìn thấy Ajit tại đại hội thường niên của chúng ta, thì hãy tôn kính cúi chào ông ấy".

***

Warren Buffett hiểu biết về ngành bảo hiểm theo cách mà ít người có thể làm. Thành công của ông xuất phát từ nhiều nguyên nhân. Đó là từ sự thừa nhận bản chất hàng hoá thiết yếu của ngành và nâng tầm những công ty bảo hiểm của ông lên trở thành công ty có quyền kinh doanh độc lập.

Các công ty bảo hiểm bán sản phẩm mà không thể phân biệt được với những sản phẩm của đối thủ cạnh tranh khác. Các hợp đồng bảo hiểm được tiêu chuẩn hoá và bất kỳ ai cũng có thể sao chụp lại. Không hề có bất kỳ thương hiệu, bằng sáng chế, lợi thế nào. Có được giấy phép thật dễ dàng và tỉ lệ bảo hiểm là một cuốn sách công cộng. Nói cách khác, bảo hiểm là một sản phẩm tiện nghi.

Trong kinh doanh sản phẩm tiện nghi, cách thông thường để giành thị phần là giảm giá. Trong những giai đoạn cạnh tranh khốc liệt, những công ty khác sẵn sàng bán hợp đồng bảo hiểm dưới giá trị của hoạt động kinh doanh còn hơn là để mất thị phần. Buffett khẳng định Tập đoàn bảo hiểm Berkshire sẽ không rơi vào tình trạng không có lợi nhuận. Chỉ khi tại General Re điều này xảy ra mà Buffett đã không nhận ra.

Bạn có thể luôn thảo những hợp đồng bảo hiểm cố định. Có một thị trường không biên giới cho những hợp đồng bảo hiểm cố định. Chúng rất có vấn đề, bởi vì trong ngày đầu tiên thu được phí bảo hiểm, đó cũng là lần cuối cùng bạn nhìn thấy bất kỳ khoản tiền mới nào. Kể từ đó, tất cả mọi thứ đều chảy ra. Và đó không phải là mục đích trong cuộc sống của chúng ta.

WARREN BUFFETT, 2001

Không sẵn sàng cạnh tranh về mặt giá cả, thay vào đó, Buffett cố gắng làm các công ty bảo hiểm của Berkshire trở nên khác biệt theo hai cách khác nhau. Trước hết, thông qua thế mạnh tài chính. Ngày nay, xét về lợi nhuận và doanh thu. Tập đoàn tái bảo hiểm Berkshire xếp thứ hai, chỉ sau AIG, trong ngành tổn thất bất động sản. Thêm vào đó, tỉ lệ danh mục đầu tư của Berkshire (35,2 tỉ đô la) so với tổng phí bảo hiểm (8,1 tỉ đô la) tương đối cao hơn mức trung bình của ngành.

Biện pháp tạo sự khác biệt thứ hai liên quan tới triết lý bảo hiểm của Buffett. Mục tiêu của ông thật đơn giản: Luôn luôn thảo số lượng hợp đồng lớn nhưng chỉ với những mức giá có thể chấp nhận được. Nếu giá thấp, ông bằng lòng hạn chế việc kinh doanh. Triết lý này được thấm nhuần tại Công ty Bồi thường Quốc gia từ thời của người sáng lập ra nó là Jack Ringwalt. Buffett nói, kể từ đó Berkshire không bao giờ có ý định bỏ qua phương pháp này. Ngoại lệ duy nhất là General Re, và vụ định giá thấp của công ty gây ảnh hưởng lớn tới toàn bộ kết quả hoạt động của Berkshire trong vài năm. Ngày nay, tình trạng khó khăn đó đã được khắc phục.

Sức mạnh tài chính của Berkshire tạo sự khác biệt cho tập đoàn bảo hiểm so với phần còn lại của ngành. Khi các đối thủ cạnh tranh biến mất trên thương trường bởi lo sợ trước những thảm hoạ gần đây, Berkshire vẫn luôn ở vị thế là một một nhà cung cấp bảo hiểm chuyên nghiệp. Nói tóm lại, sự hợp nhất tài chính mà Buffett áp dụng đối với các công ty bảo hiểm của Berkshire đã tạo ra một hệ thống cấp quyền kinh doanh trong đó không gì khác là một ngành kinh doanh sản phẩm tiện nghi. Không có gì đáng ngạc nhiên khi Buffett viết, theo cách thẳng thắn thường thấy ở ông: “Ngành kinh doanh chính của chúng ta là bảo hiểm”.

Luồng tiền mặt do tập đoàn bảo hiểm Berkshire tạo ra quả là khó tin: Khoảng 44,2 tỉ đô la trong năm 2003. Điều Buffett làm với số tiền đó thể hiện bản chất công ty của ông và cá nhân ông. Và điều đó đưa chúng ta đến chương tiếp theo của cuốn sách.

4. MUA MỘT DOANH NGHIỆP

Berkshire Hathaway là một tập đoàn phức hợp nhưng không phức tạp. Hiện tại, tập đoàn bao gồm gần 100 doanh nghiệp độc lập đó là các công ty tái bảo hiểm mà tôi đã đề cập đến ở chương trước, và rất nhiều các doanh nghiệp phi bảo hiểm khác được mua lại thông qua nguồn lợi tức của tập đoàn bảo hiểm. Sử dụng dòng tiền mặt đó, tập đoàn cũng mua cả cổ phiếu và trái phiếu của các công ty phát hành ra công chúng. Xuyên suốt tất cả các hoạt động này là lối suy nghĩ thực tế của Warren Buffett trong cách nhìn nhận một vụ đầu tư: Khi nào ông xem xét mua lại toàn bộ công ty, hay khi nào thì ông đánh giá để mua chứng khoán.

Buffett tin tưởng rằng, không có sự khác biệt cơ bản nào giữa hai công việc trên. Cả hai đều biến ông trở thành chủ sở hữu của một công ty. Vì thế, theo ông, cả hai quyết định đều nên xuất phát từ quan điểm của người chủ. Đây là điều quan trọng nhất để hiểu phương pháp đầu tư của Buffett: Mua cổ phiếu có nghĩa là mua một doanh nghiệp và đòi hỏi một phương pháp tương tự. Thực tế, Buffett luôn ưu tiên sở hữu trực tiếp một công ty, bởi vì việc này cho phép ông gây ảnh hưởng tới việc ông coi là vấn đề then chốt nhất trong một công ty đó là: Phân bổ nguồn vốn. Nhưng khi cổ phiếu thể hiện một giá trị tốt hơn, ông sẽ lựa chọn sở hữu một phần của một công ty thông qua việc mua cổ phiếu thường của công ty đó.

Trong bất cứ trường hợp nào, Buffett cũng thực hiện một chiến lược giống nhau: Ông tìm kiếm những công ty mà ông biết rõ, có lịch sử lợi nhuận ổn định, triển vọng phát triển dài hạn, có khả năng thu được lợi nhuận tốt từ vốn thông qua phát hành cổ phiếu với mức nợ thấp, và do những con người có đủ khả năng và chân thật điều hành, và quan trọng là những công ty đó phải luôn được chào bán với giá hấp dẫn. Phương thức hướng về chủ sở hữu khi xem xét những vụ đầu tư tiềm năng là nền tảng cho phương pháp đầu tư của Buffett.

Tất cả những gì chúng ta muốn là đầu tư vào những công ty chúng ta hiểu biết, do những người chúng ta yêu quý điều hành, và chào giá hấp dẫn, cân xứng với triển vọng trong tương lai.

WARREN BUFFETT

Từ quan điểm của chủ sở hữu, Buffett cho rằng mua cổ phiếu cũng giống như mua các công ty, mua các công ty cũng giống như mua cổ phiếu. Nguyên lý giống nhau áp dụng cho cả hai trường hợp, và vì vậy cả hai đều là những bài học quan trọng dành cho chúng ta.

Những nguyên lý này được mô tả khá chi tiết từ Chương 5 tới Chương 8. Nói tóm lại, chúng tạo nên Phong cách đầu tư Warren Buffett, và chúng được áp dụng, gần như là theo bản năng, mỗi

khi ông xem xét mua cổ phiếu của một công ty, hay mua lại toàn bộ công ty. Trong chương này, chúng ta sẽ đi lướt qua một số vụ mua bán, để từ đó chúng ta hiểu sâu sắc hơn những bài học chúng đưa ra.

Bức hoạ khảm với nhiều ngành kinh doanh

Tập đoàn Berkshire Hathaway ngày nay được hiểu chính xác nhất là một công ty cổ phần. Cùng với các công ty bảo hiểm, tập đoàn này còn là chủ sở hữu của một tờ báo, một công ty sản xuất kẹo, một chuỗi cửa hàng kem/humburger, một nhà xuất bản từ điển bách khoa, một nhà cung cấp nguyên liệu khung tranh theo đơn đặt hàng, một công ty sơn, một công ty sản xuất và phân phối đồng phục, một công ty kinh doanh máy hút bụi, công ty phục vụ công cộng, một số công ty sản xuất giày, và một nhãn hiệu đồ lót quen thuộc cùng với rất nhiều công ty khác.

Một vài trong số những công ty này, đặc biệt, những công ty mới mua lại gần đây là những công ty mà Buffett tìm thấy bằng một cách rất Buffett: Ông đăng quảng cáo cần mua chúng trong những báo cáo thường niên của Berkshire Hathaway.

Tiêu chuẩn của ông thật thẳng thắn: một doanh nghiệp đơn giản, dễ hiểu với mức doanh lợi ổn định, lợi nhuận trên vốn tốt, nợ ít, và ban quản lý tốt. Ông quan tâm tới những công ty nằm trong mức từ 5 tỉ tới 20 tỉ đô la, những công ty càng lớn càng tốt. Ông không quan tâm tới sự thay đổi, người tiếp quản thù địch, hay những tình huống không rõ ràng, giá đặt mua không được xác định. Ông hứa sẽ bảo mật hoàn toàn và phúc đáp nhanh chóng.

Trong các báo cáo thường niên của Berkshire Hathaway và trong bài bình luận gửi các cổ đông, ông thường mô tả chiến lược mua lại theo cách này: “Việc này đòi hỏi kỹ thuật cao. Charlie và tôi chỉ ngồi lại với nhau và đợi chờ điện thoại reo. Đôi khi đó là một cú điện thoại gọi nhầm số”.

Chiến lược này có hiệu quả. Thông qua thông báo công khai này, và cũng thông qua những lời gợi ý từ phía các nhà quản lý ở các công ty hiện tại của Berkshire, Buffett mua lại một loạt các công ty thành công khiến mọi người phải kinh ngạc. Một vài trong số đó là công ty con của Berkshire trong vài thập kỷ, và những câu chuyện về các công ty này đã trở thành một phần trong truyền thuyết về Buffett.

Ví dụ như See’s Candy Shops trở thành một chi nhánh của Berkshire kể từ năm 1972. Vụ mua bán này quả là đáng chú ý, bởi vì nó tiêu biểu cho lần đầu tiên Buffett rời bỏ “châm ngôn” của Ben Graham để chỉ mua những công ty bị định giá thấp. Giá mua cuối cùng, 30 triệu đô la, cao gấp ba lần giá trị sổ sách. Chắc chắn rằng, đó là một quyết định sáng suốt. Chỉ riêng trong năm

2003, lợi nhuận thu được trước thuế của See đã đạt con số 59 triệu đô la, xấp xỉ hai lần giá mua thực tế.

Trong đại hội thường niên của Berkshire năm 1997, 25 năm sau vụ mua See, Charlie Munger hồi tưởng lại: "Đó là lần đầu tiên chúng tôi chi tiền cho chất lượng". Buffett nói thêm: "Nếu chúng ta không mua See, chúng ta cũng sẽ không mua Coke". Phần sau của chương này, tôi sẽ làm sáng tỏ ý nghĩa đầy đủ của lời nhận xét đó.

Một công ty nổi tiếng khác đối với những người luôn theo sát Berkshire đó là Nebraska Furniture Mart. Hệ thống bán lẻ khổng lồ này bắt đầu hoạt động tại Omaha, quê hương của Buffett từ năm 1938 khi một người Nga nhập cư, bà Rose Blumkin bán đồ đạc trong tầng hầm của bà để mở một hàng nhỏ. Năm 1983, khi bà Blumkin được nhiều người biết đến, Buffett đã trả 55 triệu đô la để mua 80% cửa hàng của bà.

Ngày nay, Nebraska Furniture Mart, bao gồm các đơn vị bán lẻ chiếm hơn 100 nghìn m2 trên một khoảnh đất rộng, bán nhiều đồ nội thất hơn bất kỳ cửa hàng nào khác trên đất nước. Buffett điều hành cửa hàng thứ hai đó là Mart thứ hai, mở cửa năm 2002 tại thành phố Kansas. Trong thư gửi cổ đông năm 2003, Buffett đã liên hệ thành công của hệ thống rộng hơn 40 nghìn m2 này với bà B. huyền thoại, người vẫn làm việc cho tới khi qua đời ở tuổi 104. Buffett viết: "Một kinh nghiệm bà truyền lại cho chúng ta đó là nếu bạn bán với giá thấp, khách hàng sẽ tìm bạn bằng mọi cách". Cửa hàng của chúng ta phục vụ thành phố Kansas rộng lớn hơn, toạ lạc tại một trong những vùng dân cư thưa thớt hơn của khu vực, đã chứng minh quan điểm của bà B. Mặc dù có hơn 10 hécta để đỗ xe, nhưng hầu như lúc nào cũng trong tình trạng quá tải, hết chỗ".

Tháng Một năm 1986, Buffett trả 315 triệu đô la tiền mặt để mua Scott & Fetzer, một tập đoàn gồm 21 công ty nhỏ, bao gồm cả nhà sản xuất máy hút bụi Kirby và bách khoa toàn thư World Book. Cho tới thời điểm đó, đây là một trong những vụ mua bán lớn nhất của Berkshire, vượt qua sự mong đợi lạc quan của Buffett. Đó là mô hình của một tổ chức có lợi nhuận trên vốn lớn nhờ phát hành cổ phiếu và có số nợ không đáng kể, đó là một trong những đặc điểm mà Buffett ưa thích. Thực tế, ông tính toán rằng, khoản lợi nhuận trên vốn của Scott Fetzer dựa vào phát hành cổ phiếu sẽ dễ dàng đặt nó vào top 1% trong bảng xếp hạng Fortune 500.

Rất nhiều công ty của Scott Fetzer đưa ra một danh mục những sản phẩm công nghiệp chuyên môn hoá (một số người cho rằng thật nhàm chán), nhưng chúng thực sự mang lại tiền cho Berkshire Hathaway. Do Buffett mua nó, Scott Fetzer đã phân phối trên 100% phần tiền lãi của nó cho Berkshire, trong khi đồng thời tiếp tục tăng lợi nhuận.

Trong những năm gần đây, Warren Buffett đã chuyển sự quan tâm của Berkshire tới các công ty, thay vì cổ phiếu như trước đây. Bản thân câu chuyện về cách thức Buffett mua lại những công ty đa dạng này quả là thú vị. Có lẽ nên nói kỹ hơn về điểm này. Những câu chuyện giúp chúng ta hiểu biết sâu sắc giá trị trong cách thức đánh giá các công ty của Buffett. Trong chương này, chúng ta dành một khoảng thời gian để tìm hiểu đôi chút về ba trong số các vụ mua lại này. Dưới đây là một số ví dụ về các vụ mua lại gần đây minh hoạ cho một loạt các ngành rộng lớn trong tập đoàn Berkshire:

• Lợi tức của Loom, công ty sản xuất 1/3 số đồ lót nam bán trên thị trường Mỹ. Berkshire mua lại công ty này năm 2002 với giá 835 triệu đô la, sau khi tính toán phần lãi suất thu được trên khoản nợ giả, còn lại 730 triệu đô la.

• Garan, nhà sản xuất quần áo trẻ em, bao gồm cả dòng sản phẩm Garanimals nổi tiếng. Berkshire đã mua lại công ty này năm 2002 với giá 270 triệu đô la.

• Mitek, công ty sản xuất phần cứng cấu trúc cho ngành công nghiệp xây dựng, được Berkshire mua lại năm 2001 với giá 400 triệu đô la. Một phần thú vị của vụ mua lại này là hiện tại Berkshire chỉ sở hữu 90% công ty. 10% còn lại do 55 nhà quản lý yêu mến công ty và muốn trở thành chủ sở hữu của công ty nắm giữ. Tinh thần doanh nghiệp của của ban quản lý này là một trong những phẩm chất mà Buffett kiếm tìm.

• Larson-Juhl, nhà cung cấp vật liệu khung hàng đầu cho các cửa hàng khung theo đơn đặt hàng, được Berkshire mua lại năm 2001 với giá 225 triệu đô la.

• Dịch vụ kinh doanh CORT, cho các văn phòng và các phòng đồng sở hữu thuê đồ đạc chất lượng, được Berkshire mua lại năm 2000 với giá 467 đô la, bao gồm cả 83 triệu đô la nợ.

• Ben Bridge Jeweler, một chuỗi cửa hàng West Coast do cùng một gia đình sở hữu và điều hành trong bốn thế hệ. Yêu cầu khi mua lại cửa hàng đó là gia đình Brigde vẫn tiếp tục quản lý công ty. Berkshire mua lại công ty này vào năm 2000 với mức giá không được công bố công khai.

• Justin Industries, chuyên sản xuất ủng phương Tây (Justin, Tony Lama, và những nhãn hiệu khác) dưới nhãn hiệu Acme, được Berkshire mua lại năm 2000 với giá 600 triệu đô la.

• Benjamin Moore, sản xuất sơn trong 121 năm được Berkshire mua lại năm 2000 với giá 1 tỉ đô la.

• Shaw Industries, nhà sản xuất thảm lớn nhất thế giới. Berkshire mua lại 87% công ty hồi năm 2000 và phần còn lại vào đầu năm 2002, với tổng số tiền mua lại là 2 tỉ đô la. Hiện tại, ngoại trừ

ngành bảo hiểm, Shaw là công ty lớn nhất của Berkshire với lợi nhuận năm 2003 là 436 triệu đô la.

Cayton Homes

Năm 1996, James Clayton, con trai của một người lĩnh canh Tennessee, bắt đầu ngành kinh doanh nhà di động với 25 triệu đô la tiền đi vay. Trong vòng bốn năm, Clayton Homes bán được 700 ngôi nhà mỗi năm. Hiện tại, Clayton là một trong những nhà sản xuất nhà di động lớn nhất nước Mỹ, với khoảng 1,2 tỉ đô la doanh thu trong năm 2003. Các mẫu nhà rất phong phú, từ loại khiêm tốn (45 m2 giá 10 triệu đô la) tới loại xa xỉ (100 triệu đô la cho 135 m2, với sàn nhà gỗ cứng, đồ gia dụng thép chống gỉ, và bếp nấu riêng).

Clayton có khoảng 976 đại lý bán lẻ tại Mỹ, bao gồm 302 cửa hàng thuộc sở hữu của công ty, 86 văn phòng kinh doanh cộng đồng thuộc sở hữu của công ty, và 588 cộng đồng sản xuất nhà tại 33 bang. Công ty cũng sở hữu và điều hành các chi nhánh bảo hiểm, phục vụ nợ, cho vay tài chính. Công ty phát hành cổ phiếu lần đầu vào năm 1983, và Berkshire Hathaway mua lại công ty vào tháng Tám năm 2003 với giá 1,7 tỉ đô la.

James Clayton thu được kinh nghiệm và kiến thức từ khó khăn. Vì cha mẹ ông từng phải làm những công việc nặng nhọc (cha ông nhặt sợi cotton, còn mẹ ông làm việc trong một nhà máy sản xuất áo sơ mi) nên Clayton xác định sẽ phải thoát khỏi khó khăn. Ông kiếm tiền trang trải tiền học tại trường Đại học Tennessee bằng nghề chơi ghi ta trên đài. Cuối cùng, ông trở thành khách mời bán thời gian cho chương trình Startime, một chương trình thay đổi hàng tuần trên kênh truyền hình Knoville và hát cùng những người như Dolly Parton. Khi còn học Đại học, ông bắt đầu kinh doanh ô tô second-hand với một nhóm bạn học, nhưng đến năm 1961 công việc kinh doanh phá sản khi ngân hàng thu hồi khoản vay của ông. “Cha tôi đã chắc chắn rằng chúng tôi sẽ phải vào tù và tôi tự nhủ với bản thân mình rằng tôi vô tội. Tôi sẽ không bao giờ bị tổn hại trước ngân hàng một lần nào nữa”.

Vụ mua lại Clayton Homes là một câu chuyện điển hình của Buffett. Nhưng nó lại là một câu chuyện không điển hình so với phần còn lại của giới kinh doanh.

Khía cạnh đầu tiên của câu chuyện đó là Buffett có kinh nghiệm thực tiễn với ngành này. Năm 2002, Berkshire mua lại số chứng khoán ế ẩm từ Oakwood Homes, một hãng sản xuất nhà di động khác.

Tháng Hai năm 2003, Al Auxier, giáo sư tài chính tại trường Đại học Tennessee, đưa một nhóm sinh viên MBA tới Omaha để gặp gỡ Buffett trong một buổi mà Auxier mô tả là “hai giờ cho và

nhận". Đó là lần thứ 15 Auxier tổ chức chuyến thăm viếng thế này, và nó trở thành truyền thống cho các sinh viên tới thăm mang một món quà cảm ơn dành tặng Buffett. Lần này, món quá là một cuốn tự truyện của James Clayton, người đã đặt công ty của ông tại Knoxville.

Sau khi đọc xong cuốn sách, Buffett gọi cho con trai Kevin của Clayton, hiện đang giữ chức CEO. "Như tôi nói với Kevin, rõ ràng ông vừa là người có năng lực vừa là một thợ săn thẳng thắn. Ngay sau đó, tôi đã đưa ra lời mời chào cho một doanh nghiệp chỉ dựa trên cuốn sách của Jim, đánh giá của tôi về Kevin, tình trạng tài chính công khai của Clayton và điều tôi đã học được từ kinh nghiệm Oakwood". Hai tuần sau, Berkshire thông báo vụ mua lại Clayton Homes. Buffett nói: "Tôi thực hiện thương vụ làm ăn qua điện thoại mà chưa bao giờ nhìn thấy nó".

Mùa thu năm 2003, Buffett được mời tới tham dự hội nghị chuyên đề MBA của trường Đại học Tennessee. Ông kể lại câu chuyện của Clayton, và sau đó thuyết trình trước toàn thể các sinh viên từ trường đại học Berkshire Hathaway. Mỗi sinh viên cũng được tặng một cổ phiếu hạng B của Berkshire và giảng viên của họ, Al Auxier, được tặng một cổ phiếu hạng A.

McLance Company

Năm 1894, Robert McLane thoát khỏi nạn đói hậu Nội chiến của vùng Nam Carolina, chuyển tới sinh sống tại Cameron, bang Texas, và bắt đầu mở một cửa hàng tạp phẩm nhỏ. Qua nhiều năm, ông phát triển cửa hàng thành một cửa hàng tạp phẩm bán buôn và công ty phân phối. Con trai ông, Robert D. McLane, nổi tiếng với tên đệm Drayton, đã tham gia công ty năm 1921. Con trai của Drayton, Drayton Jr. bắt đầu làm việc trong công ty gia đình khi lên chín tuổi, và đã dành nhiều ngày thứ Bảy suốt thời niên thiếu để lau sàn nhà kho. Sau khi tốt nghiệp đại học, ông tham gia công ty toàn thời gian.

Cuối cùng, Drayton Jr. thuyết phục được cha ông rời công ty tới gần một con đường cao tốc giữa các tiểu bang. Sau đó đến năm 1962, toàn thể công ty tự động hoá với việc sử dụng máy vi tính. Năm 1990, ông bán công ty cho người bạn thân Sam Walton, và McLane trở thành một chi nhánh của Wal - Mart, cung cấp cho các cửa hàng của Wal - Mart và các cửa hàng câu lạc bộ của Sam, cũng như các cửa hàng tiện lợi và các nhà hàng ăn nhanh trên khắp đất nước với tất cả mọi thứ từ đậu phộng tới hạt tiêu.

Năm 2003, McLane trở thành nhà phân phối lớn nhất ở Mỹ cho các cửa hàng ở góc phố và cửa hàng tiện lợi. Các hệ thống phần mềm cải tiến giá cả, cước phí, vận chuyển và quy trình bán hàng và dịch vụ vận chuyển hoàn hảo đã biến công ty thành một công ty vận chuyển trọn gói hiệu quả.

Một công ty được điều hành tốt, hiệu quả được xây dựng dựa trên nền tảng những nguyên lý bền vững và thể hiện khả năng lợi nhuận bền vững chính là điều Warren Buffett mong muốn. Tháng Năm năm 2003, Berkshire thông báo công ty mua lại McLane với giá 1,45 tỉ đô la tiền mặt và cộng thêm một khoản 1,2 tỉ đô la nợ phải trả.

Vụ mua lại khiến McLane tăng trưởng thậm chí mạnh hơn. Ví dụ như, thông qua vụ mua bán giúp công ty theo đuổi những hợp đồng phân phối với một chuỗi siêu thị và các đối thủ cạnh tranh của Wal-Mart như Target, và Dollar General. Trong thư gửi các cổ đông năm 2003, Buffett viết: "Trước đây, một số nhà bán lẻ lảng tránh McLane bởi vì công ty này do đối thủ cạnh tranh chính của họ làm chủ sở hữu. Nhưng Grady Rosier, CEO cấp cao của McLane, đã giành được một số trong các hợp đồng này. Ông đã bước một bước dài trong ngày hoàn tất sự thỏa thuận mua bán và nhiều điều khác nữa sẽ tới".

The Pampered Chef

Năm 1980, Doris Christopher, cựu giảng viên môn kinh tế học gia đình và là người mẹ luôn ở nhà, đang tìm kiếm một công việc bán thời gian để có thêm thu nhập cho gia đình nhưng vẫn cho phép bà có thời gian dành cho hai con gái bé bỏng. Bà quyết định nâng cao những gì bà biết đó là nấu ăn và dạy học. Và bà đã nảy ra tới ý tưởng bán những đồ dùng nấu bếp tại nhà. Vì vậy, bà quyết định mượn ba nghìn đô la tiền bảo hiểm nhân thọ, đi mua sắm tại một siêu thị bán buôn và mua hết 75 đô la những mặt hàng bà yêu thích, sau đó bà nhờ một người bạn dẫn chương trình trong bữa tiệc giới thiệu sản phẩm.

Christopher có phần lo lắng trước bữa tiệc đầu tiên, nhưng bữa tiệc đó đã thành công rực rỡ. Không chỉ tất cả mọi người đều có một khoảng thời gian tuyệt vời mà một số vị khách mời còn mong muốn được dẫn chương trình cho bữa tiệc. Đó là điểm khởi đầu cho Pampered Chef, một công ty chuyên bán các đồ dùng nấu bếp cho những người sành ăn qua kênh bán hàng trực tiếp và những bữa tiệc tại nhà.

Người phụ nữ 34 tuổi Christopher, không hề được đào tạo về kinh doanh, đã khởi nghiệp tại tầng hầm trong ngôi nhà của bà ở Chicago bằng ba nghìn đô la đi vay. Trong năm đầu tiên, làm việc cùng chồng, bà có doanh thu 50 nghìn đô la. Năm 1994, Pampered Chef được xếp hạng trong danh sách 500 công ty tư nhân có tốc độ phát triển nhanh nhất tại Mỹ, và Christopher được tạp chí Working Woman công nhận là một trong top 500 phụ nữ là chủ doanh nghiệp xuất sắc.

Doris Christopher khởi đầu công ty với một niềm tin mãnh liệt rằng cùng sum họp trong một bữa ăn sẽ giúp những thành viên trong gia đình gần gũi nhau theo cách mà chỉ một số ít người

khác có kinh nghiệm sánh được. Triết lý kinh doanh đó đã hình thành và dẫn lối cho Pampered Chef từ khi mới bắt đầu hoạt động, và nó chính là điểm mấu chốt trong phương pháp kinh doanh: Một bài thuyết trình của người chào hàng thân thiện, thực tế cho những người nội trợ theo cách liên hợp chất lượng của đời sống gia đình với chất lượng của sản phẩm nấu bếp.

Rất nhiều "nhà tư vấn bếp núc" của công ty, như họ vẫn được gọi, là những người mẹ luôn ở nhà, và phần lớn việc bán hàng được tiến hành tại nhà họ trong các "chương trình nấu bếp". Đó là những chương trình nấu ăn nơi những vị khách được chứng kiến trực tiếp những sản phẩm nấu bếp và công thức làm món ăn cùng kết hợp với nhau, học nhanh chóng và dễ dàng những kỹ thuật chuẩn bị đồ ăn và thu nhận những mẹo vặt về cách đãi khách và tạo sự thoải mái cho khách. Các sản phẩm đều là những dụng cụ nấu bếp và tủ để thức ăn có chất lượng cao. Khoảng 80% những sản phẩm này chỉ duy nhất có tại công ty hoặc chỉ có thể mua tại các đại lý bán hàng của The Pampered Chef.

Ngày nay, Pampered Chef có 950 nhân viên tại Mỹ, Đức, Anh, và Canada. Các sản phẩm của công ty được bán thông qua trên 71 nghìn nhà tư vấn độc lập trong những chương trình nấu ăn tại nhà. Hơn một triệu chương trình biểu diễn nấu bếp được tổ chức trên khắp nước Mỹ trong năm 2002, tạo ra doanh thu bán hàng đạt 730 triệu đô la. Và món nợ duy nhất công ty đó là 3 nghìn đô la tiền ban đầu.

Năm 2002, Doris Christopher nhận ra rằng trong trường hợp bà bất ngờ bị ốm hoặc quyết định phát triển chậm lại, Pampered Chef cần phải có một kế hoạch trù bị. Vì vậy, theo lời khuyên của những chủ ngân hàng của bà ở Goldma Sachs, bà đã tiếp cận Warren Buffett. Tháng Tám năm đó, Christopher và người sau đó trở thành CEO của bà, bà Sheila O'Connell Cooper, đã có buổi gặp gỡ Buffett tại văn phòng trụ sở chính của ông ở Omaha. Một tháng sau, Berkshire thông báo công ty mua lại Pampered Chef với giá xấp xỉ 900 triệu đô la.

Nhớ lại buổi gặp gỡ hồi tháng Tám, Buffett viết cho các cổ đông của Berkshire rằng: "Tôi chỉ mất khoảng 10 giây để quyết định rằng đây là hai nhà quản lý mà tôi mong muốn hợp tác, và chúng tôi nhanh chóng ký kết hợp đồng. Tôi tới tham dự một bữa tiệc của Pampered Chef và quả thật là dễ dàng nhận ra tại sao ngành kinh doanh này lại thành công. Những sản phẩm của công ty, trong phần lớn tài sản, đều có phong cách riêng và có tính hữu dụng cao, và những nhà tư vấn có kiến thức uyên thâm và rất nhiệt tình. Mọi người đều có một khoảng thời gian thoải mái".

***

Buffett thường được hỏi là ông sẽ mua những loại hình công ty nào trong tương lai. Ông nói, trước hết, tôi sẽ tránh những công ty sản xuất hàng tiêu dùng và những nhà quản lý mà tôi

không mấy tin tưởng. Ông đặt ra ba tiêu chuẩn: Đó phải là loại công ty mà ông hiểu, hoạt động kinh doanh tốt, và phải do những nhà quản lý đáng tin cậy điều hành. Đó cũng là những tiêu chuẩn ông tìm kiếm khi mua cổ phiếu và cùng với lý do tương tự.

Đầu tư vào chứng khoán

Rõ ràng là rất ít người trong chúng ta sẽ mua toàn bộ công ty như Buffett đang làm. Những câu chuyện về các công ty được đề cập trong chương này bởi vì chúng giúp chúng ta hiểu biết sâu sắc về lối suy nghĩ của Buffett.

Lối suy nghĩ tương tự như vậy cũng áp dụng cho những quyết định của ông khi mua cổ phiếu. Điều đó thể hiện một vài ví dụ mà những người bình thường có thể làm theo. Chúng ta không thể mua cổ phiếu theo quy mô giống như Warren Buffett, nhưng chúng ta có thể thu được lợi nhuận khi quan sát điều ông làm.

Cuối năm 2003, danh mục đầu tư cổ phiếu thường của Berkshire Hathaway đạt tổng giá trị thị trường là hơn 35 tỉ đô la, tăng gần 27 tỉ so với giá mua ban đầu. Trong danh mục đầu tư đó, Berkshire Hathaway sở hữu 200 triệu cổ phiếu của Coca-Cola, 96 triệu cổ phiếu của Công ty Gillette và hơn 56 triệu cổ phiếu của Wells Fargo & Company. Đồ uống có ga, dao cạo dâu, những ngân hàng lân cận đều là những sản phẩm và dịch vụ rất quen thuộc với chúng ta. Không có gì là bí mật, không có gì là công nghệ cao, không có gì khó hiểu cả. Đó là một trong những niềm tin kiên định nhất của Buffett: Sẽ vô ích khi bạn đầu tư vào một công ty, hay một ngành mà bạn không hiểu, bởi vì bạn sẽ không thể biết nó đáng giá bao nhiêu, hay theo dõi xem nó đang hoạt động thế nào.

Công ty Coca-Cola

Coca-Cola là nhà sản xuất, tiếp thị, và phân phối đồ uống có ga và nước ngọt lớn nhất thế giới. Sản phẩm đồ uống có ga của công ty, lần đầu tiên được bán ở Mỹ vào năm 1886, giờ đây đã có mặt tại hơn 195 quốc gia trên thế giới.

Mối quan hệ giữa Buffett và Coca-Cola đưa chúng ta trở lại với thời thơ ấu của ông. Ông đã có lon Coca-Cola lần đầu tiên khi ông lên năm tuổi. Ngay sau đó, ông bắt đầu mua sáu lon Coke với số tiền 25 xu tại cửa hàng tạp phẩm của ông nội và bán lại chúng cho những người hàng xóm với giá năm xu một lon. Buffett thừa nhận, trong 15 năm tiếp theo, ông quan sát mức tăng trưởng phi thường của Coca-Cola, nhưng ông đã mua nhà máy dệt, cửa hàng bán lẻ, và những nhà sản xuất thiết bị nông trại và cối xay gió. Thậm chí trong năm 1986, khi ông công bố chính thức rằng Cherry Coke (Coke hương anh đào) sẽ trở thành công ty đồ uống có ga chính thức

trong các đại hội thường niên của Berkshire Hathaway, Buffett vẫn không mua một cổ phiếu nào của Coca-Cola. Cho tới tận hai năm sau, mùa hè năm 1988, Buffett mới mua những cổ phiếu đầu tiên của Coca-Cola.

Sức mạnh của Coca-Cola không chỉ là những sản phẩm mang nhãn hiệu của nó, mà còn là hệ thống phân phối vô địch trên toàn thế giới. Ngày nay, doanh thu bán sản phẩm Coca-Cola trên toàn cầu chiếm 69% tổng doanh thu của công ty và 80% lợi nhuận của nó. Cùng với Amatil Coca-Cola, công ty còn thu lợi nhuận trên vốn tại những nhà máy đóng chai ở Mexico, Nam Mỹ, Đông Nam Á, Đài Loan, Hồng Kông, và Trung Quốc. Trong năm 2003, công ty đã bán hơn 19 tỉ thùng sản phẩm đồ uống.

Buffett nói, công ty tốt nhất để sở hữu là công ty qua thời gian có thể tận dụng lượng vốn lớn với tỉ lệ lợi tức rất cao. Mô tả này hoàn toàn phù hợp với Coca-Cola. Rất dễ hiểu tại sao Buffett lại để ý tới Coca-Cola, nhãn hiệu nổi tiếng nhất trên toàn thế giới, trở thành công ty cấp quyền kinh doanh giá trị nhất thế giới.

Do khả năng tài chính hùng mạnh, và cũng là do sản phẩm của hãng quá nổi tiếng, tôi đã sử dụng Coca-Cola là ví dụ điển hình trong từ Chương 5 tới Chương 8, để mô tả chi tiết nguyên lý trong Phong cách đầu tư Warren Buffett.

Tôi mua những công ty, không phải cổ phiếu, những công ty mà tôi sẵn sàng sở hữu mãi mãi.

WARREN BUFFETT, 1998

Công ty Gillette

Gillette là một công ty sản xuất sản phẩm tiêu dùng quốc tế, sản xuất và phân phối lưỡi và dao cạo râu, đồ trang điểm, và mỹ phẩm, văn phòng phẩm, máy cạo râu điện, những đồ gia dụng lặt vặt, và những đồ dùng và sản phẩm chăm sóc răng miệng. Công ty có hệ thống sản xuất tại 14 quốc gia trên thế giới và phân phối sản phẩm tới hơn 200 công ty và vùng lãnh thổ. Hệ thống sản xuất nước ngoài chiếm hơn 63% doanh thu và lợi nhuận của Gillette.

King C. Gillette đã sáng lập ra Gillette vào thời kỳ chuyển giao của thế kỷ XX. Khi còn là một chàng trai, Gillette đã dành thời gian vạch ra chiến lược đổi đời. Một người bạn gợi ý rằng ông nên sáng chế ra một sản phẩm mà chỉ dùng một lần rồi vứt đi, và thay thế nó bằng cái khác. Trong khi làm nhân viên bán hàng cho Crown Cork & Seal, Gillette đã nảy ra ý tưởng sáng chế ra sản phẩm dao cạo râu chỉ dùng một lần. Trong năm 1903, công ty non trẻ của ông bắt đầu bán dao cạo râu an toàn với 25 lưỡi cạo râu chỉ dùng một lần với giá 5 đô la.

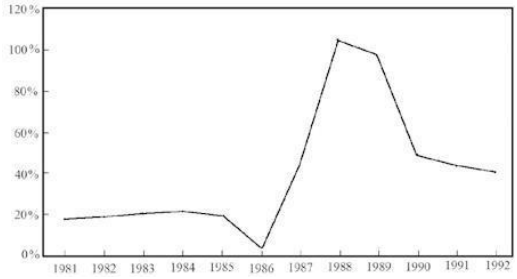
Ngày nay, Gillett là nhà sản xuất và phân phối lưỡi và dao cạo râu hàng đầu. Lưỡi dao cạo râu chiếm xấp xỉ 1/3 doanh thu bán hàng của công ty nhưng chiếm tới 2/3 lợi nhuận của công ty. Thị phần trên toàn cầu của công ty là 72,5%, gấp gần sáu lần đối thủ cạnh tranh gần nhất. Công ty này chiếm 70% thị phần tại châu Âu, 80% tại châu Mỹ La tinh. Doanh thu bắt đầu tăng tại Đông Âu, Ấn Độ, và Trung Quốc. Cứ 1 lưỡi dao cạo Gillette bán được tại Mỹ, thì công ty sẽ bán được 5 chiếc ở thị trường nước ngoài. Thực tế, Gilllette phổ biến trên toàn thế giới đến nỗi trong nhiều ngôn ngữ tên của hãng trở thành từ để chỉ "lưỡi dao cạo râu".

Buffett bắt đầu quan tâm tới Gillette từ những năm 1980. Các nhà quan sát Phố Wall bắt đầu xem công ty là một nhà sản xuất hàng tiêu dùng chậm phát triển, đang ở giai đoạn chín muồi để mua lại. Lợi nhuận biên dao động giữa 9% và 11%, lợi nhuận thu được trên vốn dàn trải ra mà không hề có dấu hiệu cải thiện, và tăng trưởng lợi nhuận và giá trị thị trường giảm đáng kể (xem hình 4.1 và 4.2). Nói tóm lại, công ty có dấu hiệu trì trệ.

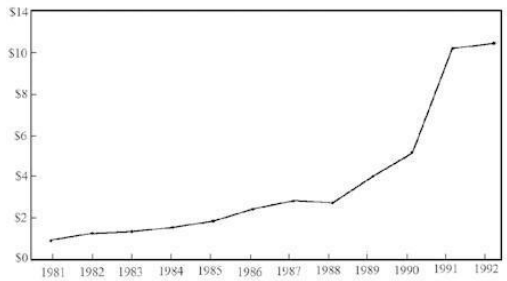
CEO Colman Mcokler đã đánh bại bốn dự định mua lại trong suốt thời gian đó, lên tới đỉnh cao là cuộc chiến hết sức gay cấn chống lại Coniston Partners hồi năm 1988. Gillette chiến thắng trong gang tấc, nhưng việc đó cũng buộc công ty phải mua lại 19 triệu cổ phiếu của Gillette với giá 45 đô la một cổ phiếu. Giữa năm 1986 và năm 1988, công ty đã thay thế 1,5 tỉ đô la số vốn cổ đông bằng nợ, và trong một thời gian ngắn, Gillette rơi vào tình trạng vốn ròng âm.

Lúc đó, Buffett gọi cho người bạn Joseph Sisco của ông, là thành viên của Hội đồng Quản trị Gillette, gợi ý rằng Berkshire sẽ đầu tư vào công ty. Buffett nói: "Ngành kinh doanh của Gillette là ngành chúng tôi rất thích".

Hình 4.1 Lợi nhuận trên vốn của Gillette



Hình 4.2 Giá trị thị trường của Gillette



“Charlie và tôi nghĩ rằng chúng tôi hiểu tình trạng kinh tế của công ty và vì vậy, tin rằng chúng tôi có thể phỏng đoán khá thông minh về tương lai của Gillette”. Gillette đã phát hành 600 triệu đô la cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi cho Berkshire vào tháng Bảy năm 1989 và sử dụng quỹ để trả dần nợ nần. Buffett đã nhận được 8,75% chứng khoán ưu đãi có thể chuyển đổi với quy định bắt buộc phải thanh toán hết nợ trong vòng 10 năm và sự lựa chọn chuyển thành cổ phiếu thường của Gillette với giá 50 đô la một cổ phiếu, cao hơn 20% so với mức giá ở thời kỳ đó.

Năm 1989, Buffett tham gia Ban Giám đốc của Gillette. Cùng năm đó, công ty giới thiệu một sản phẩm mới rất thành công, sản phẩm Senor. Đó là khởi đầu cho bước ngoặt của công ty. Doanh thu của Senor đã mở rộng triển vọng của Gillette. Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu bắt đầu tăng 20% một năm. Lợi nhuận biên trước thuế tăng từ 12% lên 15% và lợi nhuận trên vốn cổ phần đạt mức 40%, gấp hai lần lợi suất đầu những năm 1980.

Tháng Hai, năm 1991, công ty thông báo một đợt chia cổ phiếu với tỉ lệ 2: 1. Berkshire đã chuyển số cổ phiếu ưu đãi và thu được 12 triệu cổ phiếu thường, hay 11% số cổ phiếu nợ còn tồn của Gillette. Chỉ trong vòng chưa đầy hai năm, vụ đầu tư 600 triệu đô la của Berkshire vào Gillette đã tăng lên 875 triệu đô la. Bước tiếp theo của Buffett là tính toán giá trị của 12 triệu cổ phiếu đó. Trong Chương 8, chúng ta biết ông tiến hành việc này.

Ngành kinh doanh lưỡi dao cạo râu của Gillette hưởng lợi chính từ quá trình toàn cầu hoá. Điển hình là, Gillette bắt đầu với với những chiếc lưỡi dao cạo chất lượng thấp và dần dần giới thiệu những hệ thống cạo râu cải tiến. Công ty thu được lợi nhuận không chỉ từ việc tăng doanh thu đơn vị mà còn từ việc cải thiện và ổn định lợi nhuận biên. Tương lai của Gillette có nhiều dấu hiệu tươi sáng. Buffett nói: “Chúng ta có thể vui vẻ đi ngủ mỗi tối khi biết rằng có 2,5 tỉ người đàn ông trên thế giới sẽ phải cạo râu vào buổi sáng hôm sau”.

Công ty Washington Post

Washington Post ngày nay là một tập đoàn đại chúng với một hệ thống kinh doanh gồm xuất bản báo chí, phát sóng truyền hình, hệ thống truyền hình cáp, xuất bản tạp chí, và cung cấp cả

dịch vụ giáo dục. Bộ phận báo chí xuất bản tờ Washington Post, Everest Herald, và Gazette Newspapers, một nhóm gồm 39 tờ báo tuần. Bộ phận phát sóng truyền hình sở hữu sáu đài thu phát truyền hình đặt tại Detroit, Miami, Orlando, Houston, San Anto-noi, và Jacksonille, Florida. Bộ phận hệ thống truyền hình cáp cung cấp dịch vụ truyền hình kỹ thuật số và cáp cho hơn 1,3 tỉ thuê bao. Bộ phận tạp chí thì xuất bản tờ Newsweek, với tổng số tạp chí phát hành trong nước là trên 3 triệu bản và trên 600 nghìn bản phát hành quốc tế.

Cùng với bốn bộ phận chính trên, Washington Post còn sở hữu Trung tâm giáo dục Stanley H. Kaplan, một mạng lưới trường học rộng lớn chuyên ôn thi cho các sinh viên chuẩn bị vào đại học và những kỳ thi cấp bằng chuyên nghiệp. Nổi tiếng nhất là chương trình độc đáo của trung tâm giúp những học sinh phổ thông trung học làm tốt các bài kiểm tra của Scholastic Aptitude Tests, Kaplan đã mở rộng rất mạnh trong những năm gần đây. Hiện nay, chương trình này bao gồm cả các lớp học sau khi tốt nghiệp phổ thông cho trình độ K-12, trường luật trực tuyến, nguồn tài liệu chuẩn bị kiểm tra cho các kỹ sư và chuyên gia phân tích tài chính, và những trường cơ sở đại học với những chương trình đào tạo trong lĩnh vực kinh doanh, tài chính, kỹ thuật, y tế, và nhiều môn học khác. Năm 2003, tổng doanh thu của Kaplan đạt 838 triệu đô la, là một nhân tố đóng góp quan trọng cho Washington Post.

Công ty sở hữu 28% Cowles Media - là hãng xuất bản Minneapolis Star Tribune, một vài tờ báo quân đội, và 50% dịch vụ tin tức Los Angeles - Washington.

Ngày nay, Washington Post là một công ty trị giá 8 tỉ đô la, sản sinh ra mức doanh thu thường niên đạt 3,2 tỉ đô la. Những thành tựu công ty đạt được thậm chí còn đặc biệt ấn tượng nếu bạn xem xét công ty ở thời điểm các đây 17 năm khi công ty chỉ kinh doanh một ngành duy nhất: xuất bản báo chí.

Năm 1931, Washington Post là một trong năm tờ nhật báo cạnh tranh nhau dành độc giả. Hai năm sau, tờ Post không thể chi trả phí in ấn đã bị đem phát mại. Mùa hè năm đó, công ty bị đem bán đấu giá để trả nợ. Tỉ phú Eugene Meyer mua lại tờ báo với giá 852 nghìn đô la. Trong hai thập kỷ kế tiếp, ông đã ủng hộ giúp đỡ hoạt động của công ty cho tới khi công ty bắt đầu làm ăn có lãi.

Công việc điều hành quản lý tờ báo được chuyển sang cho Philip Graham, một luật sư xuất chúng được hưởng sự giáo dục của trường Harvard và đã kết hôn với cháu gái Katherine của Meyer. Năm 1954, Phil Graham thuyết phục Eugene Meyer mua lại tờ báo đối thủ cạnh tranh, tờ Times - Herald. Sau đó, trước khi chết bi thảm vào năm 1963, Graham đã mua lại tạp chí

Newsweek và hai trạm thu phát truyền hình. Chính Phil Graham là người có công lao chuyển đổi tờ Washington Post từ một tờ báo đơn lẻ thành một công ty tin tức và thông tin đại chúng.

Sau khi Phil Graham qua đời, việc quản lý công ty được chuyển giao sang cho vợ ông, bà Katherine. Mặc dù bà không có chút kinh nghiệm quản lý một công ty nhưng bà đã nhanh chóng nổi bật khi đương đầu với những vấn đề khó khăn trong kinh doanh.

Katherine Graham nhận ra rằng để thành công, công ty cần có một người ra quyết định, chứ không phải là một người chăm sóc. Bà nói: "Tôi nhanh chóng nhận ra rằng mọi thứ không đứng yên một chỗ. Bạn phải ra quyết định". Hai quyết định có ảnh hưởng rõ rệt tới tờ Washington Post đó là việc tuyển dụng Ben Braddle làm quản lý biên tập của tờ báo và sau đó mời Warren Buffett làm giám đốc công ty. Bradlee khuyến khích Katherine Graham cho xuất bản tờ Pentagon Papers và theo đuổi cuộc điều tra Watergate và mang lại cho tờ Washington Post uy tín là tờ báo được trao thưởng. Buffett đã dạy Katherine Graham cách điều hành một doanh nghiệp thành công.

Buffett lần đầu tiên gặp Katherine Graham vào năm 1971. Lúc đó, Buffett sở hữu cổ phiếu của tờ New Yorker (Người New York). Nghe nói về việc người ta có thể sẽ bán tờ tạp chí, ông đã hỏi Katherine Graham liệu tờ Washington Post có quan tâm tới vụ mua bán đó không. Mặc dù vụ mua bán trở thành hiện thực, Buffett đã rất ấn tượng với nhà xuất bản của Washington Post.

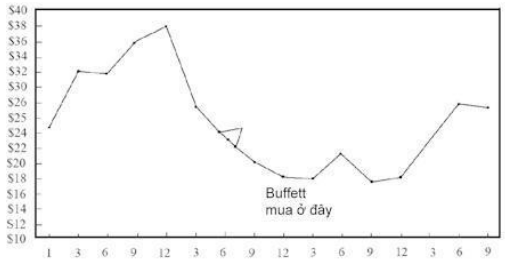
Cùng năm đó, Katherine Graham quyết định tiến hành đợt phát hành cổ phiếu đầu tiên của Washington Post. Hai loại cổ phiếu đã được tạo ra. Loại cổ phiếu thường A dành cho phần lớn Ban Giám đốc, vì vậy có thể kiểm soát hiệu quả công ty. Cổ phiếu hạng A vẫn do gia đình Graham nắm giữ. Cổ phiếu hạng B dành cho phần thiểu số của Ban Giám đốc. Tháng Sáu năm 1971, tờ Washington Post đã phát hành 1 triệu 345 nghìn cổ phiếu hạng B. Đáng kể là, chỉ hai ngày sau, mặc dù mối đe doạ từ phía chính quyền liên bang, Katherine Graham đã cho phép Ben Braddlee xuất bản tờ Pentagon Papers.

Trong hai năm tiếp theo, khi kinh doanh báo chí đang dần cải thiện, thì bầu không khí ở Phố Wall chuyển sang ảm đạm. Đầu năm 1973, chỉ số công nghiệp trung bình Dow Jones bắt đầu suy giảm. Giá cổ phiếu của Washington Post cũng trượt theo. Tháng năm năm này, chỉ số giảm 14 điểm chỉ còn 23 đô la. Cùng tháng đó, cổ phiếu của IBM đã tụt hơn 69 điểm, Cục Dự trữ Liên bang đã đẩy tỉ lệ chiết khấu lên 6%, và chỉ số Dow Jones giảm 18 điểm - đợt thua lỗ lớn nhất trong vòng ba năm. Cùng lúc đó, Warren Buffett lặng lẽ mua cổ phiếu của Washington Post (xem hình 4.3). Tới tháng sáu, ông mua được 467.150 cổ phiếu với giá trung bình là 22,75 đô la, tổng trị giá 10.628.000 đô la.

Katherine Graham lúc đầu lo ngại trước ý kiến một thành viên không thuộc gia đình nắm giữ quá nhiều cổ phiếu của Washington Post, mặc dù cổ phiếu không có quyền kiểm soát. Buffett đã đảm bảo với bà rằng việc mua bán của Berkshire chỉ là mục đích đầu tư thuần tuý. Để bà an tâm hơn, ông đưa ra ý kiến trao cho con trai Don của bà, người dự kiến tiếp quản công ty một ngày nào đo, giấy uỷ quyền biểu quyết những cổ phiếu của Berkshire. Thế là vấn đề được giải quyết. Katherine Graham đáp lại bằng việc mời Buffett tham gia Ban Giám đốc của công ty trong năm 1971 và nhanh chóng đưa ông lên làm Chủ tịch Uỷ ban tài chính.

Katherine Graham qua đời tháng bảy năm 2001, sau một cơn đột quỵ bà đã bị chấn thương vùng đầu. Warren Buffett là một trong những người đã tới chia buồn trong đám tang của bà được tổ chức tại Thánh đường Quốc gia ở Washington.

Hình 4.3 Giá trên một cổ phiếu của Washington Post



Donald E. Graham, con trai của Phil và Katherine, là Chủ tịch Hội đồng Quản trị của Washington Post. Don Graham tốt nghiệp trường Đại học Harvard năm 1966 với chuyên ngành lịch sử và văn học Anh. Sau khi tốt nghiệp, ông phục vụ trong quân đội hai năm. Biết rằng cuối cùng ông sẽ là người điều hành Washington Post, Graham quyết định phải thông thạo hơn nữa với thành phố. Ông chọn một cách thật khác biệt là tham gia vào lực lượng cảnh sát khu đô thị của Washington và trải nghiệm 14 tháng làm nghề cảnh sát đi tuần khu vực thứ 9. Năm 1971, Graham tới làm phóng viên tại Washington Post. Sau đó, ông dành 10 tháng làm phóng viên cho tờ NewsWeek tại bang Los Angeles. Năm 1974, Graham trở lại Post và trở thành Phó Ban phụ trách mảng thế thao. Năm đó, ông cũng được bổ nhiệm vào Ban Giám đốc của công ty.

Vai trò của Buffett tại Washington Post ngày càng được thể hiện rộng rãi. Ông giúp Katherine Graham kiên nhẫn trong suốt cuộc bãi công hồi những năm 1970, và ông cũng dạy Don Graham kinh doanh, giúp Graham hiểu được vai trò quản lý và trách nhiệm của những người chủ công ty. Don Graham nói: “Trong tài chính, Buffett là người thông minh nhất mà tôi từng biết. Tôi không biết người thứ hai là ai”.

Xem xét câu chuyện ở khía cạnh ngược lại, rõ ràng là Post cũng đóng một vai trò quan trọng đối với Buffett. Nhà báo tài chính Andrew Kilpatrick, người theo sát con đường sự nghiệp của Buffett trong nhiều năm, tin rằng vụ đầu tư vào Washington Post đã "bảo vệ vững chắc uy tín của Buffett là một nhà đầu tư bậc thầy". Berkshire không hề bán bất kỳ một cổ phiếu nào của Washington Post kể từ lần mua đầu tiên vào năm 1973. Năm 2004, cổ phiếu hạng B được bán với giá hơn 900 đô la một cổ phiếu, là cổ phiếu đắt giá thứ hai trên thị trường chứng khoán New York. Cổ phần của Berkshire hiện tại trị giá hơn 1 tỉ đô la, và như vậy vụ đầu tư ban đầu của Buffett đã tăng giá trị lên hơn 15 lần.

Wells Fargo & Company

Tháng 10 năm 1990, Berkshire Hathaway công bố mua 5 triệu cổ phiếu của Wells Fargo & Company với giá trung bình là 57,88 đô la một cổ phiếu, tổng trị giá vụ đầu tư là 289 triệu đô la. Với vụ mua bán này, Berkshire trở thành cổ đông lớn nhất của ngân hàng, sở hữu 10% số cổ phiếu nợ.

Đó là một bước đi gây nhiều tranh cãi. Đầu năm đó, giá cổ phiếu bán ở mức cao là 86 đô la, sau đó rớt giá khủng khiếp khi các nhà đầu tư đồng loạt bỏ qua các ngân hàng California. Vào thời điểm đó, West Coast đang vật lộn với cuộc suy thoái nặng nề và một số người đã đầu cơ vào các ngân hàng đó, danh mục đầu tư nợ của họ chứa đầy những tài sản cầm cố thương mại và nhà ở, đều đang có vấn đề. Wells Fargo, với hoạt động kinh doanh bất động sản có lãi nhất của bất kỳ ngân hàng California nào, đã được coi là đặc biệt nguy hiểm.

Trong những tháng sau khi Berkshire thông báo, cuộc chiến đấu dành Well Fargo cũng tương tự như một cuộc chiến nặng ký. Buffett, ở một bên, là con bò đực, cược 289 triệu đô la rằng Wells Fargo sẽ tăng giá trị. Ở phe bên kia, một số nhà đầu tư thiển cận là những con gấu, cược rằng Wells Fargo sẽ giảm 49% trong năm đó, và sẽ còn sa sút hơn nữa. Phần còn lại của giới đầu tư quyết định cũng ngồi lại và quan sát.

Hai lần trong năm 1992, Berkshire mua nhiều cổ phiếu hơn, góp phần đưa tổng giá trị lên tới 63 triệu đô la vào cuối năm. Giá dần vượt qua 100 đô la trên một cổ phiếu nhưng các nhà đầu tư thiển cận vẫn cá rằng cổ phiếu sẽ giảm một nửa giả trị. Buffett tiếp tục mua thêm, và cuối năm 2003, Berkshire sở hữu hơn 56 triệu cổ phiếu, với giá thị trường là 4,6 tỉ đô la và tổng chi phí mua tích luỹ là 2,8 tỉ đô la. Trong năm 2003, Moody's đã dành cho Wells Fargo mức xếp hạng AAA (Mức xếp hạng tốt nhất, rủi ro thấp nhất), ngân hàng duy nhất trên nước Mỹ có sự khác biệt đó.

Nhà đầu tư thông minh

Nét tiêu biểu trong triết lý đầu tư của Buffett đó là ông hiểu rõ ràng rằng khi sở hữu cổ phiếu, anh sẽ sở hữu công ty, không phải là một mẩu giấy. Theo Buffett, ý tưởng mua cổ phiếu mà không hiểu chức năng hoạt động của công ty sản phẩm và dịch vụ, mối quan hệ lao động, chi phí nguyên liệu thô, nhà máy và trang thiết bị, những yêu cầu tái đầu tư vốn, hàng tồn kho, những thứ có thể thu được và nhu cầu vốn lưu động là không hợp lý. Trạng thái tâm lý này phản ánh thái độ của một chủ doanh nghiệp trái ngược với chủ sở hữu chứng khoán, và là trạng thái tâm lý duy nhất một nhà đầu tư nên có. Tóm lược Nhà đầu tư thông minh, Benjamin Graham đã viết: "Công việc đầu tư là thông minh nhất khi nó thực dụng nhất". Buffett nói: "Đó là những từ quan trọng nhất từng được viết ra về đầu tư".

Một người nắm giữ cổ phiếu sẽ lựa chọn hoặc là trở thành người chủ doanh nghiệp, hoặc là người nắm giữ những cổ phiếu có thể bán được. Chủ sở hữu cổ phiếu thường hiểu rằng họ chỉ sở hữu một mẩu giấy từ lâu đã bị loại bỏ khỏi các bản báo cáo tài chính của công ty. Họ cư xử như thể giá thị trường luôn thay đổi phản ánh chính xác giá trị của họ hơn là bản cân đối tài sản và bản sao kê lợi nhuận. Họ rút hoặc loại bỏ cổ phiếu như chơi bài vậy. Đối với Buffett, các hoạt động của người nắm giữ cổ phiếu thường và người chủ sở hữu công ty có mối quan hệ thân thiết với nhau. Cả hai đều nên xem xét quyền sở hữu một doanh nghiệp theo cách giống nhau. Buffett nói: "Tôi là một nhà đầu tư giỏi hơn bởi vì tôi là một doanh nhân, và tôi là một doanh nhân giỏi hơn bởi vì tôi là một nhà đầu tư".

PHONG CÁCH ĐẦU TƯ CỦA WARREN BUFFETT

Nguyên lý kinh doanh

1. Doanh nghiệp có mô hình kinh doanh đơn giản và dễ hiểu không?

2. Doanh nghiệp có một lịch sử hoạt động hợp lý không?

3. Doanh nghiệp có triển vọng trong dài hạn không?

Nguyên lý quản lý

4. Quản lý có hợp lý không?

5. Ban quản lý có công bằng với các cổ đông không?

6. Ban quản lý có chống lại được tính cưỡng chế tổ chức không?

Nguyên lý tài chính

7. Lợi nhuận trên vốn cổ phần là gì?

8. Lợi nhuận chủ sở hữu của công ty là gì?

9. Lợi nhuận biên là gì?

10. Công ty có tạo ra được ít nhất một đô la giá trị thị trường cho mỗi đô la được giữ lại hay không?

Nguyên lý giá trị

11. Giá trị của một công ty là gì?

12. Công ty có được bán với giá chiết khấu đáng kể so với giá trị của nó không?

5. HƯỚNG DẪN ĐẦU TƯ

Nguyên lý kinh doanh

Trong chương này, chúng ta sẽ đi thẳng vào vấn đề, bản chất của lối suy nghĩ về đầu tư của Warren Buffett. Warren Buffett gắn bó quá chặt chẽ với thị trường chứng khoán, đến nỗi thậm chí những người không quan tâm gì tới thị trường chứng khoán cũng biết tên ông và uy tín của ông. Những người khác chỉ tình cờ đọc các bài viết về tài chính trên các báo cũng biết ông là người đứng đầu một công ty đáng chú ý có chứng khoán đang bán với giá trên 90 nghìn đô la một cổ phiếu. Thậm chí nhiều nhà đầu tư mới - những người vô cùng quan tâm tin tức thị trường thì nghĩ tới ông trước tiên như một "người lựa chọn" cổ phiếu xuất chúng.

Một số người phủ nhận rằng nhà đầu tư nổi tiếng và thành công nhất thế giới phải thực sự là một người hái cổ phiếu xuất chúng. Nhưng điều đó quả thực sự thật. Tài năng bẩm sinh thực sự của Buffett là biết cách lựa chọn các công ty. Tôi muốn đề cập đến điều này theo hai nghĩa: Thứ nhất, Berkshire Hathaway cùng với những danh mục đầu tư chứng khoán nổi tiếng trực tiếp sở hữu nhiều công ty. Thứ hai, khi xem xét việc mua chứng khoán mới, Buffett xem xét cẩn thận bản chất bên trong của công ty. Trong trường hợp quyết định mua toàn bộ công ty, ông sử dụng một loạt các nguyên lý cơ bản đã được phát triển qua nhiều năm. Ông nói: "Khi đầu tư, chúng tôi coi bản thân mình là những nhà phân tích kinh doanh, không phải là nhà phân tích thị trường, nhà phân tích kinh tế vĩ mô, và thậm chí không phải là nhà phân tích chứng khoán".

Nếu quay ngược thời gian và xem xét lại tất cả các vụ mua bán của Buffett, tìm kiếm điểm tương đồng trong các vụ mua bán đó, chúng ta sẽ thấy một loạt các nguyên lý cơ bản hoặc các nguyên tắc đã dẫn đường cho các quyết định của ông. Nếu chúng ta trích dẫn những nguyên lý này và phân tích chúng để có một cái nhìn sâu sắc hơn, chúng ta sẽ thấy rằng, bản thân chúng tự chia thành bốn nhóm:

1. Nguyên lý kinh doanh: Những đặc điểm cơ bản của bản thân doanh nghiệp.

2. Nguyên lý quản lý: Phẩm chất quan trọng mà các nhà quản lý cấp cao phải thể hiện.

3. Nguyên lý tài chính: Bốn quyết định tài chính then chốt mà một công ty phải duy trì.

4. Nguyên lý giá trị: Hai hướng dẫn có quan hệ mật thiết với nhau về giá mua.

Không phải tất cả các vụ mua lại của Buffett đều thể hiện tất cả những nguyên lý này, nhưng các nguyên lý này cấu thành bản chất phương pháp đầu tư của ông. Chúng cũng đóng vai trò là kim

chỉ nam cho mọi nhà đầu tư. Trong chương này, chúng ta sẽ xem xét nhóm nguyên lý thứ nhất - những đặc điểm của doanh nghiệp - và nguyên cứu xem một số quyết định đầu tư của Buffett phản ánh những nguyên lý này như thế nào.

Tôi muốn có những thương vụ tốt đến mức thậm chí một kẻ ngốc cũng có thể kiếm được tiền.

WARREN BUFFETT, 1998

Đối với Buffett, chứng khoán là một thứ gì đó rất trừu tượng. Ông không nghĩ theo khía cạnh các lý thuyết thị trường, khái niệm vĩ mô, hay xu hướng của ngành. Thay vào đó, ông đưa ra quyết định đầu tư chỉ dựa trên việc doanh nghiệp đó hoạt động như thế nào. Ông tin rằng nếu mọi người lựa chọn một vụ đầu tư vì vẻ bề ngoài chứ không dựa trên nền tảng cơ bản của hoạt động kinh doanh, thì họ chắc chắn sẽ lùi bước trước dấu hiệu đầu tiên của khó khăn và rất có thể sẽ thất bại trong quá trình đầu tư. Buffett tập trung vào nghiên cứu thận trọng tất cả những gì ông biết về công ty, tập trung vào ba vấn đề chính:

1. Công việc kinh doanh của công ty có đơn giản và dễ hiểu không?

2. Công ty có lịch sử hoạt động hợp lý không?

3. Công ty có triển vọng kinh doanh trong dài hạn không?

Một ngành kinh doanh đơn giản và dễ hiểu

Theo quan điểm của Buffett, thành công tài chính của các nhà đầu tư có mối quan hệ mật thiết với trình độ hiểu biết công việc đầu tư của họ. Sự hiểu biết là một đặc điểm khác biệt, phân biệt những nhà đầu tư có định hướng kinh doanh với những nhà đầu tư "kinh doanh kiểu chộp giật". Một quyết định mua hay không mua quan trọng bởi: Xét cho cùng, sau khi nghiên cứu, các nhà đầu tư phải cảm thấy thuyết phục rằng công ty mà họ mua sẽ hoạt động tốt trong tương lai. Họ phải tin tưởng vào khả năng dự đoán lợi nhuận trong tương lai của mình. Họ hiểu sâu như thế nào về các nền tảng kinh doanh của công ty đó. Dự đoán tương lai luôn luôn đòi hỏi phải tinh tế. Mọi việc sẽ càng trở nên khó khăn hơn trên một thương trường mà bạn không hiểu gì về nó cả.

Qua nhiều năm, Buffett sở hữu nhiều loại hình công ty: nhà ga; nông trại; công ty dệt may; nhà bán lẻ quan trọng; ngân hàng; công ty bảo hiểm; hãng quảng cáo; công ty xi măng và nhôm; báo chí; công ty khai mỏ, khoáng và dầu; công ty thuốc lá, đồ uống và thực phẩm; công ty truyền hình và truyền hình cáp. Ông kiểm soát một số công ty trong số này và một số khác ông đã hoặc đang là một cổ đông. Nhưng trong tất cả các trường hợp, ông đã hoặc đang nhận ra chính xác những công ty đó hoạt động như thế nào. Ông hiểu rõ doanh thu, chi phí, lưu lượng tiền mặt,

mối quan hệ nhân công, sự linh hoạt của giá, và nhu cầu phân bổ nguồn vốn của mỗi công ty cổ phần đơn vị của Berkshire.

Buffett duy trì mức độ hiểu biết cao về các ngành kinh doanh của Berkshire vì ông chỉ lựa chọn các công ty trong phạm vi hiểu biết tài chính và trí tuệ của ông. Ông gọi đó là "vòng tròn khả năng". Lập luận của ông thật thuyết phục: Nếu bạn sở hữu một công ty (cho dù là sở hữu toàn bộ hay chỉ một số cổ phiếu) trong một ngành bạn không hiểu gì về nó, không thể dự đoán sự phát triển chính xác thì bạn sẽ không thể đưa ra một quyết định sáng suốt được. Ông khuyên: "Hãy đầu tư trong vòng tròn khả năng của bạn. Vấn đề không phải là vòng tròn khả năng lớn như thế nào, mà vấn đề là bạn xác định giới hạn đó chuẩn xác như thế nào".

Các nhà phê bình cho rằng những giới hạn mà Buffett tự áp đặt cho mình đặt ông ra ngoài những ngành có tiềm năng đầu tư lớn nhất, ví dụ như công nghệ. Ông trả lời rằng: "Đầu tư thành công không phải là vấn đề bạn hiểu biết nhiều như thế nào mà là bạn xác định điều bạn không biết thực tế như thế nào. Một nhà đầu tư chỉ cần làm rất ít việc miễn là anh ta tránh mắc phải những sai lầm lớn". Để có được kết quả trên mức trung bình, Buffett đã phải học, thường là bằng cách làm những việc bình thường.

Công ty Coca-cola

Ngành kinh doanh của Coca-Cola tương đối đơn giản. Công ty mua hàng hoá đầu vào và kết hợp chúng lại để sản xuất ra một dung dịch, rồi đem bán chúng cho nhà đóng chai. Nhà đóng chai kết hợp dung dịch đó với những nguyên liệu khác và đem bán sản phẩm hoàn chỉnh cho các cửa hàng bán lẻ như các bách hoá, siêu thị, và các máy bán hàng tự động. Công ty cũng cung cấp sản phẩm nước ngọt cho các đại lý bán lẻ, những người bán nước ngọt cho người tiêu dùng theo tách hoặc chén.

Các nhãn hiệu sản phẩm của công ty bao gồm nước giải khát Coca-Cola, Diet Coke, Sprite, PiBB Xtra, Mello Yello, Fanta, Tab, Dasani và Fresca. Các đồ uống của công ty bao gồm các sản phẩm nước hoa quả nhãn hiệu Hi-C, nước cam Minute Maid, Powerade, và Nestea. Công ty sở hữu 45% Coca-Cola Enterprises, là công ty đóng chai lớn nhất nước Mỹ, và 35% Coca-Cola Amatil - công ty đóng chai Australia, không chỉ quan tâm tới sản phẩm ở riêng Australia mà còn cả sản phẩm ở New Zealand và Đông Âu.

Thế mạnh của Coca-Cola không chỉ là nhãn hiệu của các sản phẩm mà còn là hệ thống phân phối có một không hai trên thế giới của hãng. Ngày nay, doanh số bán hàng trên thế giới của các sản phẩm Coca-Cola chiếm 69% doanh số bán hàng thuần của công ty và 80% lợi nhuận của hãng.

Cùng với Coca-Cola Amatil, công ty còn được hưởng lãi suất trên vốn cổ phần của các công ty đóng chai ở Mexico, Nam Mỹ, Đông Nam Á, Đài Loan, Hồng Kông, và Trung Quốc.

Washington Post

Ông nội của Buffett từng sở hữu và biên tập tờ Cuming County Democrat, một tờ tuần báo ở West Point, Nebraska. Bà nội ông giúp việc tại toà soạn và cũng sắp chữ tại cửa hàng in của gia đình. Cha ông, trong khi đang theo học trường Đại học Nebraska, làm biên tập cho tờ Daily Nebraskan. Bản thân Buffett từng là nhà quản lý phát hành cho tờ Lincoln Journal. Mọi người thường nói rằng nếu Buffett không lao vào sự nghiệp kinh doanh, gần như chắc chắn ông sẽ theo đuổi nghề báo.

VÍ DỤ ĐIỂN HÌNH BENJAMIN MOORE, 2000

Tháng 11 năm 2000, Warren Buffett và Berkshire Hahthaway chi 11 tỉ đô la cho công ty Benjamin Moore &Co., "Mercedes" của các công ty sơn. Anh em nhà Moore sáng lập ra công ty vào năm 1883 tại tầng hầm Brooklyn của họ. Hiện nay, Benjamin Moore là một trong năm công ty sơn lớn nhất Mỹ và danh tiếng về chất lượng luôn vượt trội.

Theo báo cáo, Buffett thanh toán 25% tiền lãi theo giá hiện tại của chứng khoán. Xét bề ngoài, điều đó có vẻ như đối lập với một trong những Nguyên tắc cứng rắn của Buffett: Đó là ông sẽ chỉ hành động khi giá đủ thấp để tạo ra biên độ an toàn. Tuy vậy, chúng ta cũng biết rằng Buffett không ngại trả tiền để đổi lấy chất lượng. Rõ ràng là giá chứng khoán tăng vọt 50% lên thành 37,62 đô la một cổ phiếu sau khi vụ mua bán được công bố. Điều này cho chúng ta biết rằng, hoặc là Buffett tìm ra công ty khác bị định giá thấp hoặc là phần còn lại của thế giới đầu tư đang tin vào sự nhạy cảm của Buffett và đẩy giá cả lên thậm chí cao hơn hoặc cả hai.

Benjamin Moore chỉ là một loại công ty Buffett thích. Ngành kinh doanh sơn chẳng là gì cả nếu không đơn giản và dễ hiểu. Một trong những nhà sản xuất lớn nhất ở Mỹ và là nhà sản xuất sơn đặc biệt lớn thứ 10, Benjamin Moore tạo nên một trong những loại sơn kiến trúc đẹp nhất, nếu không phải là loại đẹp nhất ở Mỹ. Công ty không chỉ nổi tiếng vì chất lượng sơn, mà còn nổi tiếng vì các kiến trúc sư, những nhà thiết kế và xây dựng coi màu sắc của Benjamin Moore là màu tiêu chuẩn vàng cho ngành của họ. Thực tế, công ty phát triển hệ thống pha màu sơn được vi tính hoá, và hệ thống này vẫn được coi là tiêu chuẩn của ngành. Với khoảng gần 3.200 màu sắc, Benjamin Moore có thể tạo nên bất kỳ sắc thái nào.

Buffett cũng có ý định mua các công ty có một lịch sử hoạt động ổn định và kết quả là sau khi mua công ty, ông sẽ không cần phải thay đổi hệ thống hoạt động của nó. Gu đầu tư của ông là

mua những công ty thành công và vẫn có triển vọng tăng trưởng. Thành công và tình trạng hiện tại của Benjamin Moore trên thương trường qua nhiều thập kỷ khẳng định chất lượng sản phẩm, sản xuất, sức mạnh nhãn hiệu, và dịch vụ ổn định của công ty. Hiện tại, sau 121 năm thành lập, công ty gặt hái được khoảng 80 triệu đô la lợi nhuận trên 900 triệu đô la doanh thu bán hàng.

Khi nghiên cứu Benjamin Moore, Buffett cũng thấy đây là một công ty hoạt động tốt. Mặc dù cách đây vài năm người ta vẫn còn băn khoăn về chiến lược bán lẻ của Moore, công ty đã tiến hành một chương trình trẻ hoá nhãn hiệu tại Mỹ và Canada. Benjamin Moore tăng lượng bán lẻ tại các cửa hàng độc lập bằng chương trình Singature Store và mua một số cửa hàng bán lẻ như cửa hàng Janovic đặt tại Manhattan. Chỉ trước vụ mua lại của Berkshire hồi năm 2000, công ty đã tiến hành một chương trình giảm thiểu chi phí và hợp lý hoá nhằm mục đích cải thiện hệ thống hoạt động của công ty.

Tất cả các chương trình đó làm tăng thêm triển vọng tốt đẹp trong dài hạn của công ty. Benjanmin Moore là một ví dụ điển hình về một công ty đã biến một sản phẩm thành sản phẩm nhượng quyền kinh doanh. Định nghĩa của Buffett về quyền kinh doanh là nơi một sản phẩm được khách hàng mong muốn có hoặc cần có, không có sản phẩm thay thế nào gần giống nó cả, và không được kiểm soát. Hầu hết mọi người trong ngành xây dựng đồng ý rằng Moore là ông chủ trong cả ba loại. Xem xét kho chứa của hơn 100 nhà hoá học, kỹ sư hoá, kỹ thuật viên và nhân viên hỗ trợ của công ty duy trì những tiêu chuẩn sản phẩm nghiêm ngặt của công ty và phát triển sản phẩm mới, có thể thấy rằng nguy cơ sản phẩm sơn của Benjamin Moore trở thành thứ hàng hoá dễ bị diệt vong là không đáng kể. Benjamin Moore tiến hành kiểm tra gay gắt đối với tất cả các sản phẩm của mình cho thấy họ tiếp tục đặt ra các tiêu chuẩn trong ngành. Cuối cùng, mặc dù các sản phẩm của Benjamin Moore không rẻ, nhưng chất lượng của chúng điều khiển sức mạnh giá cả đánh bại bất kỳ khái niệm lạm phát nào.

Năm 1969, Buffett mua tờ báo quan trọng đầu tiên, tờ Omaha Sun, cùng với một nhóm những tờ báo tuần khác; từ những tờ báo này, ông học được sự năng động trong kinh doanh một tờ báo. Ông có bốn năm kinh nghiệm thực tế điều hành một tờ báo trước khi mua cổ phiếu đầu tiên của Washington Post.

Wells Fargo

Buffett hiểu rất rõ ngành ngân hàng. Trong năm 1969, Berkshire mua 98% Ngân hàng Quốc gia Illinois và Trust Company và nắm giữ nó cho tới năm 1979 khi Luật cổ phần ngân hàng yêu cầu Berkshire phải gạt bỏ toàn bộ lợi tức của công ty. Trong suốt khoảng thời gian 10 năm, ngân

hàng đã hoạt động bên cạnh các công ty cổ phần khác mà Berkshire kiểm soát và Buffett báo cáo lợi nhuận và doanh thu mỗi năm của ngân hàng trong các báo cáo thường niên của Berkshire.

Cũng như Jack Ringwalt giúp Buffett hiểu sự rắc rối phức tạp của ngành kinh doanh bảo hiểm (xem Chương 3), chính Gene Abegg - Chủ tịch Hội đồng Quản trị của Ngân hàng Quốc gia Illinois đã dạy Buffett về kinh doanh ngân hàng. Ông biết rằng, các ngân hàng sẽ kinh doanh có lãi chỉ cần khoản cho vay được đưa ra một cách có trách nhiệm và các chi phí được giảm thiểu. Một ngân hàng được quản lý tốt không chỉ có thể tăng lợi nhuận mà còn thu được một số lợi tức trên vốn cổ phần.

Chìa khoá chính là "quản lý tốt". Giá trị dài hạn của một ngân hàng, như Buffett, được xác định thông qua hành động của các nhà quản lý của ngân hàng đó, bởi vì họ kiểm soát hai chỉ số quan trọng: chi phí và các khoản cho vay. Những nhà quản lý tồi luôn có cách đẩy chi phí hoạt động lên trong khi tạo ra các khoản cho vay ngu xuẩn. Carl Reichard, sau này là Chủ tịch Hội đồng Quản trị của Wells Fargo, điều hành ngân hàng từ năm 1983 đã đạt được những kết quả ấn tượng. Dưới sự lãnh đạo của ông, cả tăng trưởng của lợi nhuận và lợi nhuận trên vốn cổ phần đều trên mức trung bình và hiệu quả hoạt động luôn ở mức cao nhất trên toàn quốc. Reichardt cũng xây dựng được một danh mục cho vay vững chắc.

Sự kiên định

Ở bất kỳ thời điểm nào, Warren Buffett cũng ít quan tâm tới những chứng khoán đang trong tình trạng "nóng". Ông quan tâm nhiều hơn tới việc mua các công ty mà ông tin rằng sẽ thành công và có lợi nhuận trong dài hạn. Không thể dự đoán sự thành công trong tương lai của một công ty, thì một thành tích ổn định trong quá khứ sẽ là kim chỉ nam tương đối đáng tin cậy. Khi một công ty có kết quả hoạt động ổn định chỉ với một loại sản phẩm từ năm này qua năm khác, thì chắc chắn rằng các kết quả đó sẽ tiếp tục được duy trì. Có nghĩa là, chỉ cần không có sự thay đổi lớn nào. Buffett tránh không mua những công ty có đường lối hoạt động thay đổi về căn bản bởi vì các kế hoạch trước đó của công ty đã không thành công. Kinh nghiệm của ông cho thấy rằng trải qua những thay đổi kinh doanh quan trọng sẽ làm tăng khả năng phạm phải những sai lầm nguy hiểm trong kinh doanh.

Buffett nhận xét: "Sự thay đổi khốc liệt và mức lợi nhuận bất thường không bao giờ đi kèm với nhau". Đáng tiếc là hầu hết các cá nhân đầu tư như thế điều trái ngược lại là sự thật. Thường thì, họ tranh nhau mua chứng khoán của các công ty đang trong tiến trình tái tổ chức lại bộ máy hoạt động. Buffett nói, vì một vài lý do không giải thích được, những nhà đầu tư này quá say mê

với ý niệm về những gì ngày mai họ sẽ có đến nỗi phớt lờ thực tế kinh doanh của ngày hôm nay. Buffett nói, ngược lại với họ, phương pháp của ông là thu lợi từ sự ổn định của doanh nghiệp. Đó là loại hình kinh doanh mà tôi thích".

Buffett cũng có ý định tránh những công ty đang phải giải quyết những khó khăn, rắc rối. Kinh nghiệm đã dạy ông rằng sự thay đổi hoàn toàn lại là ít thay đổi. Mở rộng khả năng mua các doanh nghiệp tốt với giá hợp lý sẽ thu được lợi nhuận nhiều hơn mua các công ty đang trong tình trạng khó khăn với giá rẻ. Buffett thừa nhận: "Charlie và tôi không học cách giải quyết các vấn đề kinh doanh rắc rối. Điều chúng tôi học là né tránh chúng".

Công ty Coca-Cola

Ngày nay, không một công ty nào có thể đánh bại lịch sử hoạt động ổn định của Coca-Cola. Đây là một doanh nghiệp kinh doanh sản phẩm giải khát bắt đầu từ những năm 1880. Ngày hôm nay, sau 120 năm, Coca-Cola vẫn đang bán loại sản phẩm giải khát đó. Mặc dù định kỳ công ty có đầu tư vào những ngành kinh doanh không liên quan, nhưng sản phẩm giải khát cơ bản vẫn được duy trì không thay đổi.

Sự khác biệt căn bản duy nhất ngày nay là quy mô và khả năng vươn xa về mặt địa lý của công ty. Cách đây 100 năm, công ty đã thuê 10 nhân viên bán hàng di động để mạng lưới kinh doanh khắp nước Mỹ. Lúc đó, công ty bán được 531.204 lít nước ngọt mỗi năm, với doanh thu hàng năm là 148 nghìn đô la. Năm mươi năm sau, vào năm 1938, công ty đã bán được 207 thùng nước giải khát hàng năm (đã chuyển doanh thu tính bằng lít sang thùng). Năm đó, một bài báo trên tờ Fortune đã viết: "Thật là khó kể tên bất kỳ một công ty nào có thể so sánh với Coca-Cola, bán cùng một loại sản phẩm như Coca-Cola và có thành tích trong 10 năm như Coca-Cola".

Ngày nay, gần 70 năm sau khi bài báo đó được đăng, Coca-Cola vẫn tiếp tục kinh doanh nước ngọt. Sự khác biệt duy nhất đó là sự gia tăng về số lượng. Cho tới năm 2003, công ty bán được hơn 19 triệu két nước giải khát tại hơn 200 quốc gia trên toàn thế giới, đạt mức doanh thu 22 tỉ đô la một năm.

The Washington Post

Buffett nói với các cổ đông của Berkshire rằng mối liên hệ tài chính đầu tiên của ông với Washington Post là khi ông 13 tuổi. Ông đã giao báo Washington Post và Times-Herald khi cha ông còn phục vụ trong Quốc hội. Buffett thích gợi cho những người khác nhớ rằng với lịch trình giao báo này ông đã kết hợp hai tờ báo này lại từ rất lâu trước khi Phil Graham mua tờ Times - Herald.

Rõ ràng là, Buffett nhận ra lịch sử phong phú của tờ báo. Ông coi tạp chí Newsweek là một doanh nghiệp có thể dự đoán được. Ông nhanh chóng nhận ra được giá trị của các trạm thu phát truyền hình của công ty. Trong nhiều năm liền, Washington Post luôn được báo cáo về thành tích hoạt động xuất sắc của bộ phận truyền hình. Kinh nghiệm cá nhân của Buffett với công ty và lịch sử thành công của bản thân nó đã khiến ông tin tưởng rằng Washington Post là một công ty hoạt động ổn định và đáng tin cậy.

Công ty Gillette

Hiếm có công ty nào thống trị ngành lâu như Gillette. Đó là nhãn hiệu lưỡi và dao cạo râu hàng đầu trong năm 1923 và vẫn là nhãn hiệu hàng đầu trong năm 2003. Để duy trì vị trí trong quá nhiều năm như vậy đòi hỏi công ty phải chi hàng triệu đô la sáng chế những sản phẩm mới, và thường xuyên cải tiến chúng. Trong năm 1962, mặc dù Wilkinson phát triển lưỡi dao cạo tráng thép không gỉ lần đầu tiên, nhưng Gillette vẫn không ngừng phấn đấu và tiếp tục làm việc chăm chỉ để duy trì vị trí nhà cải tiến sản phẩm dao cạo hàng đầu thế giới. Năm 1972, Gillette phát triển sản phẩm lưỡi dao kép Trac II nổi tiếng, năm 1977 là sản phẩm dao cạo Atra với đầu quay. Sau đó, đến năm 1989, công ty phát triển sản phẩm nổi tiếng Sensor, một dao cạo với lưỡi dao có thể tháo lắp độc lập. Thành công liên tục của Gillett là kết quả của sự sáng chế và bảo vệ bằng sáng chế của các sản phẩm mới.

Clayton Homes

Trong năm tài chính 2002, Clayton đã báo cáo lợi nhuận của công ty là 126 triệu đô la, tăng 16% so với năm trước đó, với doanh thu là 1,2 tỉ đô la. Kết quả này thực sự còn hoành tráng hơn khi chúng ta xem xét những vấn đề khó khăn mà những công ty khác trong ngành phải trải qua. Cuối những năm 1990, hơn 80 nhà máy và 4000 cả hàng bán lẻ đã phá sản, là nạn nhân của hai thế lực xung đột: Nhiều nhà sản xuất đã mở rộng quá nhanh và cùng lúc đó họ có quá nhiều khoản vay yếu, cuối cùng dẫn tới một sự thật không thể tránh khỏi là bị chiếm hữu lại tiếp theo sự kiện nhu cầu nhà mới biến mất.

Clayton có một cách thức hoạt động kinh doanh hoàn toàn khác biệt (sẽ nói nhiều hơn trong Chương 6). Ban quản lý vững vàng và khả năng điều hành hoạt động trong những giai đoạn khó khăn cho phép công ty duy trì dược lợi nhuận thậm chí ngay cả khi các đối thủ cạnh tranh bị phá sản.

Triển vọng trong dài hạn

“Chúng tôi thích những cổ phiếu có mức sinh lợi cao trên vốn đầu tư, để chắc chắn rằng nó sẽ còn tiếp tục như vậy”, Buffett nói điều này trong đại hội thường niên của Berkshire năm 1995. Sau đó, ông nói thêm: “Tôi xem xét lợi thế cạnh tranh trong dài hạn và xem liệu nó có kéo dài lâu không”. Điều đó có nghĩa là, ông tìm kiếm thứ ông gọi là nhượng quyền kinh doanh.

Theo Buffett, thế giới kinh tế được chia ra thành một nhóm nhỏ và một nhóm lớn hơn gồm nhiều công ty kinh doanh hàng hoá, đa số không đáng để mua. Ông định nghĩa, nhượng quyền kinh doanh là một công ty có sản phẩm hay dịch vụ được người tiêu dùng (1) cần hay mong muốn có, (2) không có sản phẩm thay thế tương tự, và (3) không được điều chỉnh.

Những điều này tạo ra theo cách cá nhân hay tập thể điều mà Buffett gọi là lợi thế cạnh tranh và hàng rào ngăn cản cạnh tranh mang lại cho công ty một lợi thế rõ ràng hơn các công ty khác và bảo vệ công ty trước sự xâm nhập bất ngờ từ phía đối thủ cạnh tranh. Lợi thế cạnh tranh và hàng rào ngăn cản cạnh tranh càng lớn, công ty càng có thể chống đỡ tốt hơn và ông càng quan tâm tới công ty đó hơn. Ông nói: “Chìa khoá cho đầu tư là xác định lợi thế cạnh tranh của công ty và quan trọng hơn cả là khả năng tồn tại lâu dài của lợi thế đó. Các sản phẩm hay dịch vụ có lợi thế cạnh tranh và hàng rào ngăn cản cạnh tranh rộng lớn chính là những sản phẩm mang đến giải thưởng cho các nhà đầu tư”. (Nghiên cứu kỹ hơn về lợi thế cạnh tranh và hàng rào ngăn cản cạnh tranh, hãy đọc câu chuyện Larson -Juhl trong Chương 8).

Một công ty nhượng quyền kinh doanh là nguồn duy nhất của một sản phẩm mà mọi người muốn mua có thể tăng giá định kỳ mà không sợ mất thị phần hay sản lượng. Thường thì một công ty nhượng quyền kinh doanh có thể tăng giá thậm chí khi nhu cầu thăng bằng và khả năng sản xuất không được sử dụng triệt để. Tình trạng biến động giá cả này là một trong những đặc điểm xác định nên một công ty nhượng quyền kinh doanh, cho phép các công ty nhượng quyền kinh doanh thu được mức sinh lợi trên vốn đầu tư cao hơn mức trung bình.

Khi tìm kiếm khả năng tồn tại lâu dài của một công ty nhượng quyền kinh doanh, điều quan trọng nhất đối với tôi là khám phá xem lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp tới mức nào. Tất nhiên tôi vẫn yêu thích một lâu đài lớn có tường rào và hào sâu với cá piranhas và cá sấu.

WARREN BUFFETT, 1994

Một đặc điểm xác định là các công ty nhượng quyền kinh doanh sở hữu khả năng kinh tế lớn hơn, cho phép họ có khả năng chống chịu tốt hơn trước ảnh hưởng của lạm phát. Một đặc điểm khác đó là khả năng vượt qua được những bất ổn kinh tế và tiếp tục phát triển. Trích dẫn câu nói đầy súc tích của Buffett: “Một công ty lớn là một công ty sẽ làm ăn phát đạt trong 25 đến 30 năm”.

Ngược lại, một công ty bình thường là công ty hầu như không có điểm khác biệt với các sản phẩm của đối thủ cạnh tranh. Cách đây vài năm, các hàng hoá cơ bản bao gồm dầu, gas, chất hoá học, bột mỳ, đồng, gỗ xẻ, và nước cam. Ngày nay, máy tính, ô tô, dịch vụ hàng không, ngân hàng, và bảo hiểm trở thành những sản phẩm thuộc loại hàng hoá cơ bản. Mặc dù có ngân sách quảng cáo khổng lồ, nhưng họ không có được sự khác biệt sản phẩm đầy ý nghĩa.

Nói chung, các doanh nghiệp hàng hoá thiết yếu là những doanh nghiệp có doanh thu thấp và là "ứng cử viên quan trọng nhất cho vấn đề lợi nhuận". Do sản phẩm của họ về cơ bản không có gì khác biệt so với sản phẩm của bất kỳ công ty nào khác, nên họ chỉ có thể cạnh tranh về giá cả, thu hẹp nghiêm trọng lợi nhuận biên. Vì vậy, phương pháp đáng tin cậy nhất để một công ty hàng hoá cơ bản có lợi nhuận đó là trở thành một nhà cung cấp chi phí thấp.

VÍ DỤ ĐIỂN HÌNH

Justin Industries, 2000

Tháng Bảy năm 2000, Berkshire Hathaway mua 100% Justin Industries có trụ sở tại Texas với giá 600 triệu đô la. Công ty có hai bộ phận: Justin Brands, bao gồm bốn chi nhánh của Công ty sản xuất ủng phương Tây, và Acme Building Brands, với các công ty sản xuất gạch và các sản phẩm xây dựng khác.

Gạch và ủng Cowboy: Đó là một trong những vụ mua bán Berkshire quan tâm nhất và cũng triển vọng nhất. Và đây được coi là vụ mua bán thành công lớn của Warren Buffett.

Ở nhiều khía cạnh khác nhau, Justin là chuẩn mực của tất cả những thế mạnh kinh doanh mà Buffett tìm kiếm. Rõ ràng là, lĩnh vực kinh doanh thật đơn giản và dễ hiểu, không có gì đặc biệt phức tạp về những chiếc ủng hay những viên gạch. Khi xem xét những công ty riêng lẻ, mỗi công ty đều có lịch sử hoạt động tương đối ổn định, tất cả đều có cùng một ngành kinh doanh trong nhiều thập kỷ, và hầu hết đã tồn tại ít nhất là một thế kỷ. Cuối cùng, và đặc biệt nhất là Buffett nhận ra được những triển vọng thuận lợi trong dài hạn, bởi vì một khía cạnh mà ông đặc biệt thán phục: Trong những ngành công nghiệp hàng hoá thiết yếu, các sản phẩm đã đạt được trạng thái nhượng quyền kinh doanh.

Các chi nhánh của Justin

Công ty hiện tại có tên là Justin bắt đầu hoạt động từ năm 1879 khi H.J (Joe) Justin, lúc đó mới 20 tuổi, bắt đầu làm ủng cho cao bồi và những người làm việc tại trại nuôi gia súc tại cửa hàng nhỏ bé của ông ở Spanish Fort, Texas, gần Chisholm Trail. Khi Joe qua đời vào năm 1918, các

con trai John và Earl của ông tiếp quản cửa hàng và đến năm 1925 đã di dời công ty tới Fort Worth. Năm 1948, cháu trai của Joe, John Jr mua lại cửa hàng từ những người họ hàng (ngoại trừ dì Enid), và lãnh đạo công ty trong 50 năm tiếp theo.

John Justin Jr là một nhân vật huyền thoại tại Fort Worth. Ông đã xây dựng một đế chế chuyên sản xuất ủng phương Tây khi mua lại ba công ty đối thủ cạnh tranh, tiến hành vụ mua bán Acme Bricks vào năm 1968, và ông là thị trưởng của Fort Worth trong một nhiệm kỳ. Năm 1999, ông nghỉ hưu, nhưng vẫn tham gia với tư cách là Chủ tịch Hội đồng Quản trị danh dự. Đó là lý do tại sao ở tuổi 83, chính ông đã chào đón Warren Buffett tham gia công ty vào tháng Tư năm 2000.

Justin Boots, nổi tiếng với những chiếc ủng bền chắc dành cho những người chăn bò, vẫn tiếp tục là chi nhánh đi đầu. Các chi nhánh của Justin còn có những cái tên khác:

● **Nocona,** được Enid Justin thành lập năm 1925. Là một trong bảy người con của Joe Justin, Enid bắt đầu làm việc tại công ty của cha mình từ khi mới 12 tuổi. Sau khi di dời công ty gia đình từ thị trấn nhỏ Nocona, Texas, tới Fort Worth năm 1925, Enid thành lập một công ty cạnh tranh tại chính nơi luôn tồn tại cạnh tranh. Và bà đã xây dựng thành công công ty này. Là những đối thủ cạnh tranh khốc liệt trong nhiều năm, hai công ty đã gia nhập dưới tên của Justin vào năm 1981. Enid, lúc đó 85 tuổi, miễn cưỡng đồng ý vụ sáp nhập vì tình trạng sức khoẻ giảm sút của bà.

● **Chippewa,** thành lập năm 1901 với tư cách là nhà sản xuất ủng cho các tiều phu. Ngày nay, công ty sản xuất các loại ủng đi bộ bền chắc và các loại ủng làm việc ngoài trời chất lượng. Năm 1985, Justin mua lại công ty này.

● **Tony Lama,** quay ngược thời gian trở lại năm 1911 khi Tony Lama, từng là thợ sửa giày trong Quân đội Mỹ, mở một cửa hàng sửa giày và đóng ủng tại El Paso. Những chiếc ủng nhanh chóng được những người chăn bò và gia súc tại địa phương, những người coi trọng độ bền và sự hài hoà của những chiếc ủng yêu thích. Những năm gần đây, đối với nhiều người, Tony Lama đồng nghĩa với những chiếc ủng cao cấp được làm thủ công từ nguyên liệu da đẹp kỳ lạ như da trăn Nam Mỹ, da rùa, và đà điểu Châu Phi, với mức giá gần 500 đô la. Năm 1990, Tony Lama Jr, Chủ tịch Hội đồng Quản trị kiêm CEO đồng ý sáp nhập với Justin.

Có hai nhóm người mua những chiếc ủng kiểu phương Tây: Những người đi chúng cả ngày lẫn đêm, bởi vì họ không thể đi bất kỳ thứ gì khác, và những người đi chúng vì mục đích thời trang. Nhóm thứ nhất là trọng tâm trong số khách hàng cơ bản của Justin, nhưng nhóm thứ hai, mặc dù nhỏ hơn, nhưng lại có ảnh hưởng tới doanh thu khi xu hướng thời trang thay đổi.

Trong khi những thương hiệu thời trang hàng đầu như Ralph Lauren và Calvin Klein thể hiện phong cách phương Tây trong các catalog, kích thích doanh thu tăng mạnh, nhưng thời trang vốn nổi tiếng là hay thay đổi, và công ty đã phải cạnh tranh trong những năm cuối của thế kỷ XX. Sau lần tăng vọt hồi năm 1994, doanh thu của ủng kiểu phương tây bắt đầu giảm sút. Trong năm 1999, giá chứng khoán của Justin đã xuống dưới mức 13 đô la.

Tháng Tư năm 1999, John Justin Jr nghỉ hưu, và John Roahc, nguyên là người đứng đầu tập đoàn Tandy, đã thay thế ông, điều hành công cuộc tái cơ cấu. Chỉ trong vòng hơn một năm, ban quản lý đã tạo ra một sự thay đổi hoàn toàn đầy ấn tượng - thêm vào những sản phẩm giày dép mới, củng cố lại dòng sản phẩm mới để loại bỏ những mẫu mã trùng nhau, và tạo dựng hiệu quả trong khâu sản xuất và phân phối. Tháng Tư năm 2000, công ty được tổ chức sắp xếp hợp lý đã thông báo kết quả quý đầu tiên: Doanh thu hàng giày dép tăng 17%, lên tới 41,1 triệu đô la, và cả thu nhập ròng và tổng lợi nhuận biên đã tăng đáng kể.

Hai tháng sau, Berkshire Hathaway thông báo công ty đã đạt được thoả thuận mua lại Justin, nhân dịp này chuyên gia phân tích Gary Schneider của Bear Stearns đưa ra nhận xét: “Đây là một tin tức tốt lành cho nhân viên. Năm ngoái ban lãnh đạo đã tạo ra sự thay đối toàn bộ. Họ cũng đã tiến hành những biện pháp cần thiết để giảm thiểu chi phí”.

Hiện nay, bộ phận sản xuất ủng của Justin có 4000 cửa hàng tự động và chiếm khoảng 35% thị trường giày dép phương Tây; tại các cửa hàng tập trung vào trang phục phương Tây, có khoảng 70% sản phẩm ủng bày bán trên giá mang nhãn hiệu Justin. Hầu hết từ khoảng 100 đô la. Những sản phẩm giá cao hơn (khoảng vài trăm đô la và cao hơn), Justin chiếm khoảng 65% thị phần.

Các chi nhánh Acme Building

Một bộ phận khác của Justin Industries cũng là một công ty tiên phong tại Texas với tuổi đời hơn 100 năm. Thành lập năm 1891 tại Milsap, Texas, Acme trở thành công ty của Justin vào năm 1968 khi John Justin Jr mua lại nó. Ngày nay, Acme là công ty sản xuất gạch lớn nhất và có mức lợi nhuận lớn nhất nước Mỹ.

Do chi phí vận chuyển đường dài quá cao, gạch có xu hướng là sản phẩm khu vực. Acme thống trị khu vực của họ (Texas và năm bang lân cận) với hơn 50% thị phần. Trong khu vực sáu bang của mình, Acme có 31 cơ sở sản xuất, bao gồm 22 nhà máy sản xuất gạch, các cửa hàng và đội xe tải của hãng. Các nhà xây dựng, nhà thầu, và chủ xây nhà có thể đặt mua gạch trực tiếp từ công ty, và hàng sẽ được giao bằng xe tải của Acme. Acme bán hơn 1 tỉ viên gạch mỗi năm, mỗi viên đều được dán logo Acme, và mỗi viên đều được bảo hành trong 100 năm.

Nhu cầu mặt hàng gạch phụ thuộc vào mùa xây dựng, vì vậy thay đổi theo lãi suất và toàn bộ nền kinh tế. Thậm chí thời tiết xấu cũng ảnh hưởng tới doanh thu. Tuy vậy, trong suốt thời gian bùng nổ công nghệ những năm 1990, Acme hoạt động tốt hơn các công ty sản xuất ủng và ngày nay vẫn là "kênh tạo tiền" chính của Justin. Cùng với công ty sản xuất gạch, Acme Building Brands còn có Tập đoàn Feather Building Products, và Công ty Cung cấp đá lát Mỹ (American Tile Supply Company), sản xuất đá ceramic và đá cẩm thạch.

Thương vụ của Berkshire

Trong nhiều năm, Phố Wall gần như hoàn toàn phớt lờ Justin. Vì chỉ có hai bộ phận nên công ty chưa đủ lớn để trở thành một tập đoàn. Tuy vậy, hoạt động trong hai lĩnh vực khác nhau khiến công ty lâm vào tình trạng "khó xử". Như Justin ghi chép hồi năm 1999, trước khi ông nghỉ hưu: "Những nhà phân tích hiểu ngành kinh doanh giày dép thường không hiểu gì về ngành kinh doanh vật liệu xây dựng, và ngược lại".

Warren Buffett hiểu cả hai ngành kinh doanh. Lý do thứ nhất, Berkshire đã sở hữu một số công ty giày dép, vì vậy ông đã có vài năm học về ngành này. Lý do nữa là, ông hiểu những ngành kinh doanh ổn định, vững chắc tạo ra những sản phẩm mà con người luôn cần.

Và thời cơ đã đến. Công ty với danh tiếng chất lượng hơn 100 trăm năm đang phải đối mặt với quãng thời gian khó khăn. Giá cổ phiếu của nó giảm 37% so với năm năm trước đây, và công ty buộc phải chia thành hai phần. Buffett luôn ưu tiên những ngành kinh doanh đơn giản, ông đã biến cơ hội này thành một vụ mua bán hoàn hảo.

Khi Buffett gặp John Justin lần đầu tại Fort Worth, ông nhận xét rằng thành phố này làm ông nhớ tới Omaha. Khi xem xét hai bộ phận của công ty, ông thấy thêm một điều khiến ông thán phục đó là chất lượng nhượng quyền kinh doanh. Cả hai bộ phận của Justin đều được quản lý để trở thành một doanh nghiệp nhượng quyền kinh doanh, thông qua sự kết hợp của chất lượng hàng đầu, chiến lượng tiếp thị tốt, và khả năng định vị sắc sảo.

Acme bán một sản phẩm mà hầu hết mọi người coi là một hàng hoá thiết yếu. Cuối cùng thì, ai có thể đặt tên nhãn hiệu những viên gạch mà họ thích hơn? Chính là các khách hàng của Acme. Với một chiến lược tiếp thị đầy kỹ năng với hình ảnh huyền thoại bóng đá Troy Aikman, Acme khiến chính bản thân công ty trở nên nổi tiếng đến nỗi trong một cuộc điều tra thăm dò ý kiến những người dân Texas với câu hỏi nhãn hiệu gạch nào bạn yêu thích nhất, có tới 75% số người trả lời rằng đó là Acme. Hình tượng của nhãn hiệu lại được củng cố thêm mỗi lần khách hàng cầm viên gạch lên và nhìn thấy logo của hãng Acme.

Cũng vậy, những chiếc ủng đã tự biến thành các sản phẩm nhượng quyền kinh doanh. Nếu bạn dành một vài phút đến bất kỳ cửa hàng bán lẻ trang phục phương Tây nào, bạn sẽ nghe thấy các khách hàng ở đó nói những câu như: "Con trai tôi đang chờ đợi những sản phẩm mới của Justin", hoặc "Hãy cho tôi những gì bạn có ở Tony Lamas" còn thường xuyên hơn những câu "Tôi đang tìm kiếm những chiếc ủng cao bồi mới". Khi đề cập tới những chiếc ủng theo tên, và khi sẵn sàng trả giá cao nhất cho chất lượng tốt nhất, đó là một sản phẩm nhượng quyền kinh doanh.

Sau những cải tiến của đội ngũ quản lý mới vào năm 1999 và 2000, Justin bắt đầu thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư. Theo nhà phân tích Gary Schneider của Bear Stearn, nhiều nhà đầu tư rất quan tâm tới công ty, trong đó có cả các công ty Châu Âu, nhưng công ty của Buffett là công ty đầu tiên Justin nghiêm túc suy nghĩ về lời đề nghị mua lại.

Lời đề nghị của Berkshire là 22 đô la cho một cổ phiếu bằng tiền mặt. Giá đó thể hiện mức tiền lãi 23% đối với giá cổ phiếu đóng cửa, nhưng Buffett không hề do dự. Ông nhận xét: "Đó là cơ hội để có được không chỉ một ngành kinh doanh tốt mà là cả hai ngành cùng một lúc". "Những ngành kinh doanh hàng đầu với hệ thống quản lý hàng đầu, và đó chính là thứ chúng ta tìm kiếm". Ông nói thêm, ông không hề có kế hoạch thay đổi bất cứ điều gì. "Chúng tôi mua ngành kinh doanh đang hoạt động tốt để bắt đầu. Nếu họ cần tôi ở Fort Worth, chúng tôi sẽ không mua công ty đó". Một ngày sau khi vụ mua bán được thông báo, giá cổ phiếu của Justin tăng 22%, và Warren Buffett trở về Omaha với một đôi ủng da đà điểu mới toanh.

Thời điểm duy nhất những công ty kinh doanh hàng thiết yếu làm ăn có lãi đó là trong suốt khoảng thời gian cung bị thắt chặt - một nhân tố có thể cực kỳ khó dự đoán trước. Buffett ghi chú rằng, trong thực tế, chiếc chìa khoá để xác định khả năng lợi nhuận trong dài hạn của một công ty kinh doanh hàng thiết yếu là tỉ lệ "những năm cung thắt chặt và cung nới lỏng". Tuy vậy, tỉ lệ này thường rất nhỏ. Buffett châm biếm rằng, thời kỳ cung thắt chặt nhất ở công ty dệt may của Berkshire đã kéo dài "phần tốt hơn của một buổi sáng".

Công ty Coca-Cola

Một thời gian ngắn sau khi Berkshire thông báo công khai rằng công ty đã sở hữu 6,3% công ty Coca-Cola, Melisa Turner - người chuyên viết về kinh doanh của Atlanta Constitution đã phỏng vấn Buffett. Cô hỏi Buffett câu hỏi mà ông thường xuyên được hỏi: Tại sao ông không mua cổ phiếu của công ty sớm hơn? Qua câu trả lời, Buffett liên hệ tới điều mà ông suy nghĩ tại thời điểm ông đưa ra quyết định cuối cùng.

Ông giải thích: “Hãy nói rằng bạn đang chuẩn bị đi xa trong vòng 10 năm, bạn muốn có một vụ đầu tư và bạn biết mọi thứ mà hiện tại bạn biết và bạn không thể thay đổi điều đó trong khi bạn đi. Bạn nghĩ gì về doanh nghiệp?” Tất nhiên, doanh nghiệp đó phải đơn giản và dễ hiểu. Tất nhiên, doanh nghiệp sẽ phải thể hiện rất rõ ràng tình trạng hoạt động ổn định trong nhiều năm. Và tất nhiên, triển vọng trong dài hạn phải thuận lợi. Nếu tôi muốn đề cập đến bất kỳ điều gì về sự chắc chắn, nơi tôi biết thị trường đang tiếp tục phát triển, nơi tôi biết nhà lãnh đạo tiếp tục là nhà lãnh đạo - tôi muốn nói tới trên toàn thế giới - và nơi tôi biết sẽ có khả năng tăng trưởng lớn, tôi chỉ không biết bất kỳ cái gì như Coke. Tôi khá chắc chắn khi tôi quay trở lại, họ sẽ có thêm rất nhiều ngành kinh doanh mới so với hiện tại”.

Nhưng tại sao ông lại mua tại một thời điểm cụ thể? Theo như Buffett mô tả, những đóng góp trong kinh doanh của Coca-Cola đã tồn tại vài thập kỷ. Ông thừa nhận, điều khiến ông chú ý là sự thay đổi xuất hiện ở Coca-Cola suốt những năm 1980, dưới sự lãnh đạo của Roberto Goizueta.

Goizueta lớn lên tại Cuba, là CEO - vị lãnh đạo cao nhất người nước ngoài đầu tiên của Coca-Cola. Năm 1980, Robert Woodruff - người sáng lập công ty 91 tuổi, đã mời ông làm việc để giải quyết những vấn đề xảy ra trong công ty trong suốt những năm 1970. Đó là quãng thời gian ảm đạm của Coca-Cola: Gặp rắc rối với công ty đóng chai, bị kiện vì ngược đãi các công nhân nhập cư tại khu Minute Maid của công ty, bị các nhà bảo vệ môi trường khiếu nại về việc những chiếc xe chở hàng của Coke góp phần làm tăng tình trạng ô nhiễm môi trường của đất nước, và Uỷ ban Thương mại Liên bang thì kiện công ty vì hệ thống nhượng quyền đặc biệt đã vi phạm luật chống độc quyền. Công ty quốc tế của Coca-Cola cũng lâm vào tình trạng khó khăn.

Một trong những hành động đầu tiên của Goizueta là triệu tập một cuộc họp 15 nhà quản lý cấp cao của Coca-Cola tại Palm Springs, California. Ông nói: “Hãy nói cho tôi biết chúng ta đang phạm phải sai lầm gì? Tôi muốn biết tất cả và khi cứ ai đó nói ra, tôi muốn 100% là sự thật. Nếu có bất kỳ ai không hài lòng, chúng ta sẽ đền bù một khoản xứng đáng và nói lời tạm biệt”.

Goizueta khuyến khích các nhà quản lý của ông sáng suốt chấp nhận những rủi ro. Ông muốn Coca-Cola khơi mào hành động thay vì thụ động. Ông bắt đầu cắt giảm chi phí. Và ông yêu cầu rằng bất kỳ công ty nào thuộc quyền sở hữu của Coca-Cola đều phải tối đa hoá lợi nhuận trên vốn. Những hành động này ngay lập tức đã làm tăng lợi nhuận biên và thu hút sự chú ý của Warren Buffett.

Công ty Washington Post

Buffett từng viết: “Trong số những điều tốt đẹp nhất trên thế giới, tính kinh tế của một tờ báo có ảnh hưởng lớn thật là tuyệt vời”. Phần nhiều các tờ báo ở Mỹ đều hoạt động mà không có sự cạnh tranh trực tiếp nào. Chủ sở hữu của những tờ báo này thích tin tưởng rằng khoản lợi nhuận phi thường họ thu được mỗi năm là kết quả của chất lượng báo chí của các tờ báo. Buffett nói, sự thật là thậm chí một tờ báo hạng bét cũng có thể tạo ra lợi nhuận thoả đáng nếu nó là tờ báo duy nhất trong khu vực. Điều đó làm cho tờ báo trở thành một doanh nghiệp nhượng quyền kinh doanh cổ điển, với mọi nguồn lợi bắt nguồn từ đó.

Ông giải thích rằng rõ ràng là một tờ báo chất lượng cao sẽ đạt được tỉ lệ thâm nhập cao hơn, nhưng thậm chí một tờ báo xoàng xĩnh cũng quan trọng đối với một cộng đồng khi “cái bảng thông báo của nó” lôi cuốn. Mỗi một ngành kinh doanh trong khu vực, mỗi một người bán hàng tại nhà, và mỗi cá nhân muốn có một thông điệp bên ngoài cộng đồng đều cần tờ báo để thực hiện những công việc của họ. Thực ra mà nói, chủ sở hữu tờ báo nhận được tiền của mỗi doanh nghiệp muốn quảng cáo trên báo.

Cùng với chất lượng của nhượng quyền kinh doanh, các tờ báo còn sở hữu thiện chí kinh tế có giá trị. Như Buffett chỉ ra, những tờ báo có nhu cầu vốn thấp dễ dàng chuyển doanh thu thành lợi nhuận. Thậm chí các nhà in hỗ trợ máy tính đắt tiền và các hệ thống điện trong phòng tin tức cũng được thanh toán nhanh chóng với chi phí tiền lương cố định thấp hơn. Các tờ báo cũng có thể tăng giá tương đối dễ dàng, do vậy tạo ra mức lợi nhuận trên vốn đầu tư cao trên mức trung bình và giảm thiểu những tác động tiêu cực của lạm phát. Buffett chỉ ra rằng một tờ báo điển hình có thể tăng gấp đôi giá mà vẫn duy trì được 90% độc giả.

Công ty McLane

McLane được xây dựng dựa trên tiềm năng tăng trưởng to lớn. Hiện tại, công ty từ lâu không còn là một phần của Wal-Mart. Nó được tự do theo đuổi sự dàn xếp với những đối thủ cạnh tranh của Wal-Mart, như Target, và những cửa hàng lớn khác tại Mỹ. Điều này, kết hợp với mục tiêu tập trung vào hiệu quả và đầu tư của công ty trong các hệ thống phần mềm được kinh doanh trên diện rộng, quản lý cước phí, và các hệ thống điểm bán hàng giữa các quy trình tự động khác, cho phép McLane duy trì mức giá hiệu quả và chất lượng dịch vụ.

Vào thời điểm Buffett mua McLane, một số thành viên khác trong ngành như Fleming và Dịch vụ thực phẩm Mỹ, một bộ phận của Royal Ahold, đã vượt qua khoảng thời gian khó khăn với rất nhiều lý do khác nhau. Mặc dù người ta vẫn còn hoài nghi về quyết định có ảnh hưởng của Buffett, nhưng mọi người cũng cho rằng vào thời điểm nếu Fleming thực sự rơi vào tình trạng phá sản, thì bảy công ty trị giá 7 tỉ đô la sẽ được xem xét bán lại.

Công ty Pampered Chef

Với tỉ lệ tăng trưởng hàng năm từ năm 1995 tới năm 2001 là 22%, Pampered Chef thể hiện sự ổn định mà nhiều công ty lâu đời hơn đều phải ghen tị. Và triển vọng trong dài hạn quả là rõ ràng. Theo Hiệp hội bán hàng trực tiếp, các công ty chuyên tổ chức tiệc đã tiêu tốn hơn 7 tỉ đô la trên cả nước vào năm 2000, tăng 2,7 tỉ đô la kể từ năm 1996.

Bản thân Christopher không hề giảm tốc độ. Bà tin rằng thị trường đồ nấu bếp ở Mỹ có vô số cơ hội cho nhiều sản phẩm hơn và chỉ ra rằng Mary Kay, một công ty mỹ phẩm bán trực tiếp, với lực lượng bán hàng 600,000 - mang đến nhiều cơ hội để phát triển. Christopher đang phát triển các sản phẩm, như các đồ sành sứ, và mở rộng sang thị trường Canada, Anh, Đức. Cuối cùng, công ty được cơ cấu theo cách không cần nhiều vốn để mở rộng và không có sự cạnh tranh quá lớn trong lĩnh vực của mình.

6. HƯỚNG DẪN ĐẦU TƯ

Nguyên lý quản lý

Khi cân nhắc một vụ đầu tư hoặc một vụ mua lại, Buffett thường xem xét rất kỹ ban quản lý. Ông nói với chúng tôi rằng các công ty hoặc cổ phiếu Berkshire mua phải được điều hành bởi những nhà quản lý có đủ tài năng và chân thật, những người ông khâm phục và tin tưởng. Ông nói: "Chúng tôi không muốn làm việc với những nhà quản lý thiếu những phẩm chất đáng khâm phục, cho dù công ty của họ có triển vọng như thế nào. Chúng tôi chưa bao giờ làm ăn suôn sẻ với một nhà quản lý tồi tệ".

Khi gặp những nhà quản lý ông khâm phục, Buffett hết lời ngợi ca. Qua nhiều năm, những độc giả của Bức thư của vị Chủ tịch trong các báo cáo thường niên của Berkshire đều thấy những lời ngợi ca nồng ấm mà Buffett dành để nói về những nhà quản lý của các công ty thuộc Berkshire.

Ông chỉ xem xét kỹ lưỡng ban quản lý của các công ty có cổ phiếu mà ông đang quan tâm. Cụ thể, ông xem xét ba đặc điểm sau:

1. Quản lý có hợp lý không?

2. Ban quản lý có công bằng với các cổ đông không?

3. Ban quản lý có chống lại được tính cưỡng chế tổ chức không?

Lời ngợi ca cao nhất mà Buffett dành cho một nhà quản lý đó là ông ta hay bà ta luôn luôn hành động và suy nghĩ như một người chủ của công ty. Những nhà quản lý hành động giống như những người chủ sẽ không làm chệch hướng mục tiêu ban đầu của công ty - làm tăng giá trị cổ phiếu - và họ có xu hướng đưa ra các quyết định hợp lý để làm tốt hơn mục tiêu đó. Bufffett cũng rất thán phục những nhà quản lý thực sự có trách nhiệm báo cáo đầy đủ và chuẩn xác tới các cổ đông và những người có lòng dũng cảm chống lại cái mà ông gọi là tính cưỡng chế tổ chức mù quáng theo sau những công ty khác cùng ngành.

Tất cả những điều này dẫn đến một mức độ cấp thiết mới, như những phát hiện gây sốc về các sai phạm tập thể được đưa ra ánh sáng. Buffett chỉ làm ăn với những người liêm chính nhất. Đôi khi, lập trường đó khiến ông khác biệt với những tên tuổi nổi tiếng khác trong giới kinh doanh. Trong giới kinh doanh, không phải lúc nào cũng thích hợp để nói về sự liêm chính, chính trực, và đáng tin cậy như những phẩm chất đáng khâm phục. Thực tế, đôi khi nói những điều như vậy có thể bị xem thường như kẻ ngốc nghếch và không thực tế. Có một chút ngọt ngào trong quan

điểm khen thưởng cái tốt, trừng phạt cái xấu của Buffett về bản chất liêm chính hiện nay dường như là một chiến lược thông minh. Nhưng động cơ của ông không hề là chiến lược: Nó xuất phát từ chính hệ thống giá trị không thể bị lay chuyển của chính ông. Và chưa có ai từng nghiêm túc buộc tội Buffett là kẻ khờ dại cả.

Khi bạn có những nhà quản lý có năng lực điều hành, bạn có thể có hàng chục người hoặc nhiều hơn thế báo cáo với bạn nhưng bạn vẫn có thời gian chợp mắt buổi trưa.

WARREN BUFFETT, 1986

Phần sau của chương này, chúng ta sẽ xem xét kỹ hơn những phản ứng của Buffett trước những vấn đề về hành vi đạo đức, nhất là đối với khoản thù lao điều hành quá lớn, quyền lựa chọn chứng khoán, tính độc lập và tránh nhiệm giải trình của giám đốc, và các thủ đoạn kế toán. Ông nói với chúng ta điều ông nghĩ sẽ phải thay đổi để bảo vệ quyền lợi cổ đông và gợi ý tưởng về việc các nhà đầu tư đánh giá các nhà quản lý như thế nào để biết khi nào họ đáng tin cậy.

Sự hợp lý

Buffett tin tưởng rằng hành vi quản lý quan trọng nhất là phân bổ hợp lý các nguồn vốn của công ty. Đó là hành vi quan trọng nhất bởi vì theo thời gian, sự phân bổ nguồn vốn quyết định giá trị cổ phiếu công ty.

VÍ DỤ ĐIỂN HÌNH

SHAW INDUSTRIES, 2000 -2002

Cuối năm 2000, tập đoàn Berkshire Hathaway của Warren Buffett thoả thuận mua lại 87% công ty Shaw Industries, nhà sản xuất thảm lớn nhất thế giới, với giá 19 đô la một cổ phiếu, tổng trị giá xấp xỉ 2 tỉ đô la.

Mặc dù cổ phiếu của Shaw Industries được bán với giá chênh lệch hơn 56% so với giá giao dịch là 12,19 đô la, giá cổ phiếu của Shaw vẫn là một vụ làm ăn có lãi cao hơn một năm trước đó. Buffett trả khoản tiền chênh lệch này bởi vì công ty có quá nhiều tiêu chí chất lượng mà ông hướng tới: Mô hình kinh doanh đơn giản và dễ hiểu, lịch sử hoạt động ổn định, và triển vọng dài hạn đầy hứa hẹn.

Sản xuất thảm không quá đơn giản, dựa trên những máy móc cồng kềnh và phức tạp để quay sợi, nhuộm, trang trí, và dệt, nhưng tiền đề nền tảng thì đơn giản và dễ hiểu: Tạo ra những chiếc thảm tốt nhất và bán chúng để thu được lợi nhuận. Hiện tại, Shaw sản xuất các loại thảm được

trang trí và dệt với khoảng 27 nghìn màu sắc và kiểu dáng. Công ty cũng cung cấp vật liệu làm sàn và các dịch vụ quản lý dự án. Công ty có hơn 100 nhà máy sản xuất và trung tâm phân phối. Mỗi năm công ty sản xuất hơn 600 triệu thước vuông Anh thảm và thuê khoảng 30 nghìn công nhân.

Buffett tin tưởng tuyệt đối rằng trong một thời gian dài, mọi người sẽ luôn cần những chiếc thảm và vật liệu làm sàn và rằng Shaw sẽ cung cấp những sản phẩm này. Điều đó có nghĩa là công ty có những triển vọng tốt đẹp trong dài hạn -một trong những yêu cầu của Buffett.

Tuy vậy, điều thật sự thu hút Buffett đó là ban quản lý cấp cao của công ty. Trong báo cáo thường niên năm 2000 gửi các cổ đông, ông đã nhận xét về cách quản lý kinh doanh của Shaw: "Một đặc điểm nổi bật quan trọng của vụ làm ăn đó là Chủ tịch Hội đồng Quản trị Julian Saul, CEO Bob Shaw vẫn tiếp tục sở hữu ít nhất 5% Shaw. Điều này đem đến cho chúng ta cơ hội hợp tác với những con người tài năng nhất trong ngành kinh doanh thảm, như thành tích của Bob và Julian: Mỗi người đều đã xây dựng một công ty kinh doanh thảm lớn và thành công trước khi hợp lực cùng nhau hồi năm 1998".

Từ năm 1960 đến năm 1980, công ty tạo ra 27% lợi nhuận trên vốn đầu tư (Return on Invesment - ROI) trung bình hàng năm. Năm 1980, Bob Shaw dự báo trước rằng công ty của ông sẽ tăng gấp bốn lần mức doanh thu 214 triệu đô la trong 10 năm; và ông đã thực hiện điều này trong vòng tám năm.

Rõ ràng là Bob Shaw quản lý công ty rất tốt và theo một cách cực kỳ phù hợp với phương pháp đầu tư của Buffett. Shaw nói: "Bạn phải trưởng thành từ số tiền kiếm được. Nếu bạn coi điều đó như triết lý của bạn - có nghĩa là bạn trưởng thành vì số tiền kiếm được chứ không phải bằng cách đi vay - và bạn quản lý bảng cân đối tài khoản của bạn, bạn sẽ không bao giờ gặp phải vấn đề gì nghiêm trọng".

Lối suy nghĩ này hoàn toàn phù hợp với Buffett. Ông tin tưởng rằng hành vi quan trọng nhất trong quản lý đó là sự phân bổ nguồn vốn và sự phân bổ này, qua thời gian, sẽ quyết định giá trị cổ phiếu công ty. Trong lối suy nghĩ của Buffett, vấn đề thật đơn giản: Nếu tiền mặt dư thừa có thể tái đầu tư và tạo ra lợi nhuận cao hơn chi phí vốn, thì công ty nên tiếp tục duy trì số tiền lãi và tái đầu tư chúng, đó chính xác là điều Shaw đã làm.

Bob Shaw không chỉ có những quyết định tài chính đúng đắn mà ông còn có những quyết định kinh doanh và sản phẩm sáng suốt nhờ khả năng thích nghi với những điều kiện thị trường thường xuyên thay đổi. Ví dụ như, năm 1986 Shaw trang bị thêm cho máy móc cho toàn bộ công ty khi Dupont tung ra sản phẩm mới với những sợi vải không bị ố màu. Shaw cho biết:

“Bán hàng chỉ là gặp gỡ mọi người, tìm ra thứ họ cần, và đáp ứng nhu cầu của họ. Nhưng những nhu cầu này luôn luôn thay đổi. Do vậy, nếu bạn làm kinh doanh ngày hôm nay giống như cách bạn làm cách đây năm năm, hoặc thậm chí chỉ là hai năm, thì có nghĩa là bạn đang đi lạc hướng”.

Cách quản lý sáng suốt của Shaw được phản ánh qua lịch sử hoạt động ổn định của công ty. Công ty đã lớn mạnh trở thành nhà sản xuất thảm số 1 trên thế giới, vượt qua những điều kiện thương trường liên tục thay đổi, những đổi thay trong công nghệ, và thậm chí là sự thua lỗ của những đại lý lớn. Năm 2002, Sears, một trong những đại lý tiêu thụ lớn nhất của Shaw vào thời điểm đó phải đóng cửa công ty kinh doanh thảm của nó. Nhưng ban quản lý đã coi những khó khăn đó là những thách thức phải vượt qua chứ không phải là những rào cản đối với thành công.

Năm 2002, Berkshire mua phần còn lại của Shaw. Tới năm 2003, Shaw thu về 4,6 tỉ đô la doanh thu bán hàng. Ngoại trừ các công ty bảo hiểm bảo hiểm ra thì đây là công ty lớn nhất của Berkshire.

Theo lối suy nghĩ của Buffett, quyết định làm gì với lợi nhuận của công ty - tái đầu tư, hay trả lại tiền cho các cổ đông - là một bài toán logic và hợp lý. “Sự hợp lý là phẩm chất tạo ra sự khác biệt trong phong cách của ông và trong cách ông điều hành Berkshire - và là phẩm chất ông thường thấy thiếu ở các công ty khác”, Carol Loomis viết trong tạp chí Fortune.

Vấn đề này thường trở nên quan trọng khi một công ty đạt tới một mức độ chín muồi nhất định, khi tỉ lệ tăng trưởng chậm lại và bắt đầu tạo ra nhiều tiền mặt hơn nhu cầu phát triển và chi phí điều hành. Ở điểm này, một câu hỏi được đặt ra: “Nên phân bổ số lợi nhuận này như thế nào?”.

Nếu số tiền mặt dư thừa tái đầu tư có thể tạo ra lợi nhuận trên vốn đầu tư trên mức trung bình, tức là lợi nhuận cao hơn chi phí vốn - thì công ty nên giữ lại toàn bộ lợi nhuận và tái đầu tư. Đó là đường lối hợp lý duy nhất. Giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư ở mức thấp hơn chi phí vốn trung bình là hoàn toàn bất hợp lý. Cách làm này cũng khá phổ biến.

Một công ty có lợi nhuận đầu tư trung bình, hoặc dưới mức trung bình nhưng tạo ra tiền mặt vượt nhu cầu có ba sự lựa chọn: (1) Công ty có thể phớt lờ vấn đề và tiếp tục tái đầu tư ở tỉ lệ dưới mức trung bình, (2) Công ty có thể mua sự tăng trưởng, hoặc (3) Công ty có thể trả lại tiền mặt cho các cổ đông. Quyết định làm theo lựa chọn nào là điều Buffett rất chú trọng tới cách quản lý. Đây chính là lúc các nhà quản lý hành động hợp lý hay không hợp lý.

Nói chung, có những nhà quản lý vẫn tiếp tục tái đầu tư bất chấp lợi nhuận dưới mức trung bình vì họ tin rằng tình huống đó chỉ là tạm thời. Họ cho rằng, với năng lực quản lý của mình, họ sẽ cải thiện được khả năng lợi nhuận của công ty. Các cổ đông bị thôi miên trước dự báo về khả năng cải thiện tình hình của ban quản lý.

Nếu một công ty tiếp tục phớt lờ vấn đề này, tiền mặt sẽ ngày trở thành một nguồn vốn nhàn rỗi hơn và giá cổ phiếu sẽ suy giảm. Một công ty với lợi nhuận kinh tế nghèo nàn, quá nhiều tiền mặt, và giá cổ phiếu thấp sẽ thu hút những kẻ đột kích tập thể, thường là sự khởi đầu cho sự kết thúc nhiệm kỳ của ban quản lý hiện tại. Để bảo vệ bản thân mình, các nhà quản lý cấp cao thường lựa chọn cách thứ hai: Mua sự tăng trưởng thông qua việc mua lại một công ty khác.

Thông báo những kế hoạch mua lại sẽ làm phấn chấn tinh thần các cổ đông và đánh bại mưu đồ mua lại của những công ty khác. Tuy vậy, Buffett lại hoài nghi những công ty cần phải mua sự tăng trưởng. Lý do thứ nhất, công ty đó thường được định giá quá cao. Thứ hai là, một công ty phải hợp nhất và quản lý một ngành kinh doanh mới rất dễ vấp phải những sai lầm tai hại đối với các cổ đông.

VÍ DỤ ĐIỂN HÌNH

FRUIT OF THE LOOM, 2002

Năm 2002 Warren Buffett mua lại ngành kinh doanh chủ chốt (đồ may mặc) của công ty phá sản Fruit of the Loom với giá 835 triệu đô la tiền mặt. Với vụ mua bán này, Berkshire giành được hai tài sản lớn: một nhà quản lý tài năng và một trong những nhãn hiệu được ưa chuộng nhất và nổi tiếng nhất quốc gia. Công ty cũng mua lại khoảng 1,6 tỉ đô la nợ đọng.

Doanh số của công ty chiếm 1/3 trong tổng số đồ lót của nam giới trên toàn nước Mỹ khởi sự chỉ là một nhà máy Rhode Island nhỏ bé vào năm 1851. Qua thế kỷ tiếp theo, công ty phát triển thành hãng sản xuất đồ lót và T-shirts hàng đầu quốc gia. Tuy vậy, công ty không thể vượt qua được cuộc khủng hoảng kinh tế ngày càng đe dọa tới ngành công nghiệp may mặc. Năm 1985, công ty rơi vào tay nhà tài phiệt William Farley - nổi tiếng là người chuyên mua lại những công ty gặp khó khăn về tài chính.

Farley, thường được mô tả là "kẻ hào nhoáng" và "thích khoa trương", đã dẫn dắt công ty đi qua một vài năm tăng trưởng rồi sau cùng là tình trạng suy thoái nghiêm trọng. Tất cả mọi thứ dường như đã đi chệch hướng. Năm 1996, một chương trình mua lại hoành tráng trị giá tới 900 triệu đô la đã để lại cho công ty một khoản nợ trong dài hạn có tỉ suất vay nợ quá cao, chiếm tới 128% vốn cổ đông thường - mà không tạo ra sự gia tăng doanh thu như mong đợi. Nhà cung

cấp không được thanh toán và ngưng vận chuyển nguyên liệu thô. Farley chuyển 95% hoạt động sản xuất ra nước ngoài, đóng cửa hơn một tá nhà máy ở Mỹ và sa thải khoảng 16 nghìn công nhân. Hậu quả cuối cùng là những vấn đề quản lý chất lượng và giao hàng đúng hẹn. Để đối phó với sự hỗn loạn trong công tác giao hàng, Farley đã chia nhỏ khâu sản xuất cho các công ty hợp đồng, thêm vào hàng lớp chi phí ngoài giờ khổng lồ. Ông lập ra một công ty cổ phần cho Fruit of the Loom và di dời trụ sở chính tới Cayman Islands, tránh né được các khoản thuế đánh trên doanh thu từ nước ngoài nhưng lại làm bùng nổ vấn đề quan hệ công chúng.

Tình trạng quan hệ công chúng ngày càng tệ hại hơn khi Farley, bằng một thủ đoạn mà hiện nay bị coi là phi pháp, đã thuyết phục Ban Giám đốc do ông lập ra bảo lãnh một khoản vay ngân hàng cá nhân trị giá 65 triệu đô la trong trường hợp ông bị vỡ nợ thù lao điều hành. Ban Giám đốc, mà trước đây đã từng định ra khoản bồi thường của ông trị giá gần 20 triệu đô la và những quyền định giá lại chứng khoán ưu đãi đặc biệt cho những nhà lãnh đạo chủ chốt, sau đó đã xoá nợ khoản vay 10 triệu đô la.

Bất kể những nỗ lực cắt giảm chi phí, công ty vẫn tiếp tục chìm sâu hơn trong nợ nần. Năm 1999, Fruit of the Loom đã công bố khoản thua lỗ 576 triệu đô la, gấp bảy lần so với ước đoán của các nhà phân tích, tổng lợi nhuận biên sụt giảm tới mức 2%, không đủ để bù vào chi phí lãi suất trị giá 100 triệu đô la cần thiết để trả lãi cho khoản nợ 1,4 tỉ đô la. Cùng năm đó, Hội đồng các nhà đầu tư theo tổ chức (Council of institutional Investors) đã xếp hạng Fruit of the Loom là một trong 20 công ty hoạt động kém hiệu quả nhất quốc gia. Các cổ đông co rúm lại khi giá cổ phiếu chứng khoán tụt dốc: Từ 44 đôla một cổ phiếu hồi đầu năm 1997 tụt xuống chỉ còn 1 đôla cổ phiếu vào cuối năm 1999. Chỉ trong một năm, năm 1999, cổ phiếu mất hơn 90% giá trị.

Vì vậy, một số người đã ngạc nhiên khi công ty nộp hồ sơ nhằm bảo vệ khỏi phá sản vào tháng 12 năm 1999. Cổ phiếu của công ty thậm chí giảm tới mức thấp hơn, và vào tháng 10 năm 2001 giảm xuống mức 0,23 đô la.

Vậy thì tại sao Warren Buffett lại quan tâm? Có hai lý do: Một nhãn hiệu mạnh đã gợi mở tiềm năng tăng trưởng dưới phương thức quản lý đúng đắn, và sự xuất hiện của một "người đàn ông cưỡi bạch mã"- đó là John.B. Holland.

Năm 1996, John B. Holland về hưu, và như vậy ông từng là một nhà quản lý được đánh giá cao tại Fruit of the Loom trong hơn 20 năm, bao gồm cả một vài năm đảm nhiệm cương vị Chủ tịch Hội đồng Quản trị và Tổng Giám đốc điều hành (CEO). Năm 2000, ông trở lại với cương vị Phó Chủ tịch Hội đồng Quản trị đảm trách việc điều chỉnh hoạt động kinh doanh của công ty.

Holland là một ví dụ điển hình hoàn hảo về những phẩm chất quản lý mà Buffett luôn kiếm tìm. Mặc dù ông vẫn tiếp tục giữ im lặng về Farley, ngoại trừ lời nhận xét ngắn gọn "quản lý tồi", Buffett đã không hề giữ bí mật gì về sự khinh miệt ông dành cho những người điều hành công ty buộc Ban Giám đốc của mình tham gia vào những thương vụ có thù lao béo bở và những Ban Giám đốc cho phép điều đó xảy ra. Ngược lại, ông không tiếc lời ca ngợi Holland.

Ông giải thích lối suy nghĩ của ông cho các cổ đông của Berkshire: "John Holland chịu trách nhiệm cho các hoạt động của Fruit trong hầu hết những năm thịnh vượng của công ty... sau khi phá sản, John lại được mời trở lại làm việc, và ông đã đảm trách công việc tu sửa bộ máy hoạt động. Trước khi John trở lại, khâu giao hàng rơi vào cảnh hỗn loạn, chi phí tăng vọt, và các mối quan hệ với khách hàng quan trọng đều bị phá hỏng... Ông đã khôi phục lại Fruit of the Loom trước đây mặc dù môi trường cạnh tranh ngày càng khốc liệt hơn. Trong đề nghị mua lại của chúng ta, chúng ta yêu cầu một điều kiện rất bất thường: John sẽ vẫn tiếp tục làm việc với tư cách là CEO sau khi chúng ta tiếp quản công ty. Đối với chúng ta, John và nhãn hiệu là những tài sản quý giá của Fruit".

Kể từ khi Holland "nắm dây cương", Fruit of the Loom trải qua một cuộc cơ cấu lại hầu như toàn bộ bộ máy hoạt động để giảm thiểu chi phí. Công ty giảm bớt chi phí vận chuyển, giảm thời gian làm thêm, và thu dọn hàng tồn kho. Công ty sắp xếp lại những ngành kinh doanh phụ, xoá sổ những dòng sản phẩm không có khả năng sinh lợi, tìm kiếm hiệu quả mới trong quá trình sản xuất, và nỗ lực để làm hài lòng khách hàng bằng cách hoàn thành đơn đặt hàng đúng hẹn.

Gần như ngay lập tức, tình trạng của công ty được cải thiện trông thấy. Lợi nhuận tăng, chi phí hoạt động giảm. Năm 2000, tổng lợi nhuận tăng lên 160,3 triệu đô la, tăng 222% so với năm 1999, và tổng lợi nhuận biên tăng lên 11 %. Công ty báo cáo khoản thua lỗ hoạt động trong năm 2000 là 44,2 triệu đô la, so với khoản lỗ năm 1999 là 292,3 triệu đô la. Thậm chí tình hình tiến triển lạc quan còn thể hiện rõ ràng hơn bằng kết quả hoạt động của quý IV- khoản thua lỗ hoạt động là 13,5 triệu đô la (bao gồm cả chi phí củng cố trước đây liên quan tới việc đóng cửa bốn nhà máy ở Mỹ) trong năm 2000, so với con số 218,6 triệu đô la, gấp hơn 16 lần một năm trước đấy.

Trong năm 2001, xu hướng lạc quan tiếp tục duy trì. Tổng lợi nhuận tăng lên 72,5 triệu đô la, tăng 31% so với năm 2000, và tổng lợi nhuận biên tăng 7,7% lên tới 22,7% trong năm. Điều đó có nghĩa là công ty đã kết thúc năm 2001 với lợi nhuận hoạt động là 70,1 triệu đô la, so với mức thua lỗ 44,2 triệu đô la hồi năm 2000.

Tất nhiên những vấn đề to lớn như những khó khăn công ty phải đối mặt không thể giải quyết trong một sớm một chiều, và Fruit of the Loom vẫn phải hoạt động trong một môi trường cạnh tranh khốc liệt, nhưng cho đến nay Buffett đã hài lòng với những gì công ty làm được.

Vì sợ rằng ai đó vẫn xem xét việc mua một công ty phá sản đầy rẫy nợ nần như một sự chuyển dịch đáng ngạc nhiên, cũng có một lý do thứ ba giải thích cho quyết định của Buffett, mà không có gì đáng ngạc nhiên dù là bất cứ điều gì: Ông có thể mua lại công ty dựa trên những nhiệm kỳ tài chính rất triển vọng. Để biết chi tiết hơn, hãy đọc Chương 8.

Mua một nhà sản xuất đồ lót tạo nhiều cơ hội cho những câu chuyện đùa cũ rích, và Buffett, người chơi chữ có tài, đã tận dụng hầu hết những câu chuyện này. Trong buổi họp cổ đông năm 2002, khi được hỏi một câu hỏi thực sự, ông đã đùa khán giả bằng một câu trả lời nửa vời: "Khi tôi mặc đồ lót, mà hiếm khi tôi làm.."... khiến đám đông băn khoăn không biết đó là quần lót ống rộng hay quần lót bó sát dành cho Buffett. Ông chỉ ra tại sao có một "điểm mấu chốt đầy triển vọng" trong kinh doanh quần lót: "Đó là một thị trường linh hoạt". Cuối cùng, với bộ mặt ngây ra bất động, ông cho biết rằng Charlie Munger đã gợi ý cho ông một lý do nữa để mua công ty: "Trong nhiều năm Charlie nói với tôi rằng 'Warren, chúng ta phải lấn sang kinh doanh cả quần lót của nữ giới'. Charlie năm nay 78. Bây giờ là lúc làm điều đó hoặc không bao giờ".

Theo lối suy nghĩ của Buffett, con đường hợp lý và có trách nhiệm cho những công ty có rất nhiều tiền mặt nhưng không thể tái đầu tư với tỉ lệ trên mức trung bình thì nên hoàn lại cho các cổ đông. Để thực hiện phương án này, có hai lựa chọn: Tăng cổ tức hoặc mua lại cổ phần.

Với tiền cổ tức trong tay, các cổ đông có cơ hội tìm kiếm các vụ đầu tư mới để thu được nhiều lợi nhuận hơn. Nhìn bên ngoài, điều này có vẻ như là một vụ làm ăn có lãi, và vì thế cổ tức tăng được coi như một dấu hiệu của các công ty đang làm ăn tốt. Buffett tin tưởng rằng điều này chỉ đúng khi các nhà đầu tư thu được nhiều tiền mặt hơn số mà công ty có thể tạo ra được, nếu công ty giữ lại lợi nhuận và tái đầu tư.

Qua nhiều năm, Berkshire Hathaway thu được mức lợi nhuận rất cao từ vốn của công ty và giữ lại toàn bộ lợi nhuận đó. Không có gì đáng ngạc nhiên, Berkshire không trả cổ tức. Và điều đó chỉ tốt đối với các cổ đông. Bài kiểm tra lòng tin của người chủ sở hữu cuối cùng đang cho phép ban quản lý tái đầu tư 100% lợi nhuận của công ty. Những người chủ sở hữu của Berkshire đặt niềm tin rất lớn vào Buffett.

Nếu giá trị thực của cổ tức đôi khi gây nhầm lẫn, thì cơ chế thứ hai là hoàn lại lợi nhuận cho cổ đông – mua lại chứng khoán - thậm chí còn gây hiểu lầm hơn thế. Xét theo nhiều mặt, lợi nhuận

dành cho chủ sở hữu còn không trực tiếp, không xác thực, và không nhanh chóng như dành cho cổ đông.

Khi ban quản lý mua lại chứng khoán, Buffett cảm thấy rằng phần thưởng được nhân đôi. Nếu chứng khoán đem bán dưới giá trị thực, thì việc mua chứng khoán quả là dễ hiểu. Nếu giá chứng khoán của một công ty là 50 đô la và giá trị thực của nó là 100 đô, thì mỗi lần ban quản lý mua chứng khoán, họ đã kiếm được 2 đô la giá trị thực cho mỗi 1 đô la bỏ ra. Việc trao đổi kiểu này mang lại mức lợi nhuận cao cho các cổ đông còn lại.

Buffett cho biết, khi các nhà quản lý cấp cao chủ động mua chứng khoán của công ty trên thị trường, tức là họ đang thể hiện rằng họ quan tâm nhất tới chủ sở hữu chứ không phải là một nhu cầu thiếu cẩn trọng để mở rộng cơ cấu công ty. Kiểu kinh doanh này mang đến những tín hiệu tốt lành cho thị trường, thu hút các nhà đầu tư tìm kiếm một công ty được quản lý tốt, làm tăng lợi nhuận cho cổ đông. Thường thì, các cổ đông được lợi gấp đôi; trước hết là từ việc mua bán trên thị trường cạnh tranh tự do ban đầu và thứ hai là hưởng lợi từ hiệu ứng tích cực của mối quan tâm tới giá cả của các nhà đầu tư.

Coca-Cola

Tăng trưởng dòng tiền thực cho phép Coca-Cola tăng cổ tức trả cho các cổ đông và cũng mua lại cổ phiếu của công ty trên thị trường tự do. Năm 1984, công ty mua lại cổ phiếu lần đầu tiên, thông báo công ty sẽ mua lại 6 triệu cổ phiếu. Kể từ đó, công ty đã mua lại hơn 1 tỉ cổ phiếu. Vụ mua lại này chiếm tới 32% cổ phiếu kể từ tháng Một năm 1984, ở mức giá trung bình là 12,46 đô la một cổ phiếu. Hay nói cách khác, công ty đã bỏ ra gần 12,4 tỉ đô la để mua cổ phiếu mà chỉ 10 năm sau chúng có giá thị trường xấp xỉ 60 tỉ đô la.

Tháng Bảy năm 1992, Coca-cola đã thông báo rằng trong suốt năm 2000, công ty sẽ mua lại 100 triệu cổ phiếu, chiếm 7,6% cổ phiếu của công ty. Đáng chú ý là, do khả năng tạo tiền mặt rất mạnh, công ty hoàn thành mục tiêu này trong khi vẫn tiếp tục đầu tư rất mạnh mẽ vào các thị trường khác.

American Express

Buffett đã kết giao với American Express từ cách đây khoảng 40 năm khi ông dũng cảm mua lại số cổ phiếu đang rơi vào tình cảnh hiểm nghèo năm 1963 và sau đó ông nhanh chóng thu được lợi nhuận vô cùng lớn từ vụ đầu tư này (Đọc chi tiết câu chuyện tại Chương 1). Niềm tin Buffett dành cho công ty không hề thay đổi, và ông vẫn tiếp tục mua chứng khoán của nó. Vụ mua lớn

hồi năm 1994 có thể xuất phát từ những quyết định vừa tốt vừa xấu của ban quản lý về việc sử dụng số tiền mặt dư thừa.

Bộ phận phát hành thẻ thanh toán và ngân phiếu du lịch của công ty – American Express Travel Related Services -đóng góp cổ phiếu có lợi nhuận lớn nhất. Bộ phận này cũng luôn tạo ra lợi nhuận chủ sở hữu đáng kể và tạo nguồn vốn giúp công ty tăng trưởng. Đầu những năm 1990, công ty đã tạo được nhiều tiền mặt hơn nhu cầu tiền mặt cho các hoạt động của công ty - một điểm rất quan trọng mà các quyết định quản lý mâu thuẫn với bài kiểm tra thử của Buffett. Trong trường hợp này, ban quản lý của American Express đã làm không được tốt lắm.

Sau đó, CEO James Robinson quyết định sử dụng số tiền mặt dư thừa để xây dựng công ty thành một tập đoàn dịch vụ tài chính hùng mạnh bằng cách mua lại các công ty có liên quan khác. Vụ chuyển nhượng đầu tiên của ông, công ty dịch vụ tài chính IDS, đã đem về lợi nhuận. Nhưng sau đó, ông mua lại Shearson Lehman, và không thành công. Shearson ngày càng cần nhiều tiền mặt hơn để chi cho hoạt động của công ty. Khi Shearson ngốn mất 4 tỉ đô la, Robinson đã liên lạc với Buffett - người đã đồng ý mua số cổ phiếu ưu đãi với giá 300 triệu đô la. Cho tới khi công ty tìm lại được đường lối hoạt động đúng đắn, ông cũng không hề quan tâm tới việc mua cổ phiếu thường.

Năm 1992, Robinson đột ngột từ chức và Harvey Golub lên thay thế. Ông đặt ra cho bản thân mình nhiệm vụ trước nhất là phải củng cố nhận dạng nhãn hiệu của công chúng. Đáng chú ý là một giọng điệu quen thuộc với Buffett, ông bắt đầu sử dụng các thuật ngữ như Nhượng quyền kinh doanh hay Giá trị nhãn hiệu -Brand value để mô tả American Express Card – American Express. Hai năm sau, Golub bắt đầu thanh lý các tài sản hư hỏng của công ty và khôi phục khả năng lợi nhuận và lợi nhuận trên vốn cổ phần cao. Một trong những hành động đầu tiên của ông là xoá bỏ hoàn toàn Shearson Lehman với nhu cầu vốn ồ ạt của nó.

American Express nhanh chóng cho thấy những dấu hiệu về khả năng lợi nhuận của nó. Các nguồn lực của công ty chắc chắn đứng đằng sau mục tiêu xây dựng American Express thành một "nhãn hiệu dịch vụ được kính trọng nhất thế giới" của Golub, và mỗi thông tin từ công ty truyền đi đều nhấn mạnh giá trị nhượng quyền kinh doanh của tên gọi "American Express".

Tiếp theo Golub đặt ra các mục tiêu tài chính cho công ty: phải tăng lợi nhuận trên một cổ phiếu từ 12 đến 15% mỗi năm và từ 18 đến 20% lợi nhuận trên vốn. Trước đó khá lâu, công ty một lần nữa lại tạo tiền mặt dư thừa và có nhiều vốn hơn, nhiều cổ phiếu hơn nhu cầu. Sau đó, vào tháng Chín năm 1994, công ty thông báo rằng, do các điều kiện thị trường, công ty có kế hoạch

mua lại 20 triệu cổ phiếu từ số chứng khoán thường. Đó là một điệu nhạc du dương rót vào tai Buffett.

Mùa hè năm đó, Buffett chuyển đổi các cổ phần của Berkshire từ chứng khoán ưu đãi thành chứng khoán phổ thông. Ngay sau đó, ông bắt đầu mua lại thậm chí nhiều hơn. Cuối năm đó, Berkshire sở hữu 27 triệu đô la cổ phiếu. Tháng Ba năm 1995, Buffett đã thêm vào danh mục của ông 20 triệu cổ phiếu nữa, Năm 1997, ông tiếp tục thêm vào 49,5 triệu nữa; và đến năm 1998 là 50,5 triệu. Cuối năm 2003, Berkshire sở hữu hơn 151 triệu cổ phiếu của American Express, chiếm gần 12% công ty, với giá thị trường là hơn 7 tỉ đô la gấp bảy lần số tiền Buffett bỏ ra để mua chúng.

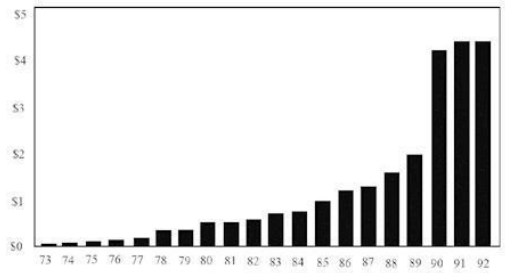
Công ty Washington Post

Washington Post tạo ra dòng tiền mặt tương đối lớn cho các chủ sở hữu, nhiều hơn số có thể đem tái đầu tư vào các ngành kinh doanh cơ bản của công ty. Vì vậy ban quản lý công ty đang phải đứng trước hai sự lựa chọn hợp lý: Hoàn lại tiền cho cổ đông và/hoặc đầu tư có lãi số tiền mặt đó vào các cơ hội kinh doanh mới. Như chúng ta đã biết, Buffett muốn sở hữu các công ty hoàn lại số tiền mặt dư thừa cho các cổ đông. Washington Post, lúc đó Katherine Graham làm Chủ tịch Hội đồng Quản trị, là công ty báo chí đầu tiên trong ngành mua lại cổ phiếu với số lượng lớn. Giữa năm 1975 và năm 1991, công ty mua lại một con số không thể tin được là 43% số cổ phiếu của nó với giá trung bình là 60 đô la một cổ phiếu.

Một công ty cũng có thể lựa chọn cách hoàn lại tiền cho cổ đông bằng cách làm tăng cổ tức. Năm 1990, đứng trước tình trạng tiền mặt dự trữ dư thừa, Washington Post đã bỏ phiếu để tăng mức cổ tức thường niên cho các cổ đông từ 1,84 đô la lên 4 đô la, tăng 117% (xem biểu đồ 6.1).

Cùng với việc hoàn lại số tiền mặt dư thừa cho các cổ đông, Washington Post cũng có một vài vụ mua bán có lãi khác: sở hữu dây cáp của Capital Cities, các công ty điện thoại di động, và các trạm thu phát truyền hình. Don Graham, người điều hành công ty hiện tại, vẫn đang tiếp tục bị bao vây trước những lời mời chào. Để thực hiện mục tiêu phát triển các dòng tiền mặt đáng kể với chi phí đầu tư có lợi, ông đã phát triển các nguyên tắc chỉ đạo cụ thể để đánh giá những lời mời chào này.

Biểu đồ 6.1 Cổ tức trên mỗi cổ phần của Washington Post



Ông tìm kiếm một doanh nghiệp "có lợi thế cạnh tranh, không yêu cầu chi phí vốn lớn, và khả năng định giá hợp lý". Hơn thế nữa, ông còn nói thêm rằng: "Chúng tôi dành sự ưu đãi lớn cho những doanh nghiệp chúng tôi hiểu rõ". và đưa ra sự lựa chọn: "Chúng tôi thích đầu tư vào một số vụ làm ăn lớn hơn là rải rác tiền ra khắp nơi". Phương pháp mua lại của Graham hoàn toàn theo chiến lược tại Berkshire Hathaway của Buffett.

Sự năng động của ngành kinh doanh báo chí đã thay đổi trong nhiều năm trở lại đây. Trước đây, khi nền kinh tế chậm lại và các nhà quảng cáo cắt giảm chi phí, các tờ báo duy trì khả năng lợi nhuận bằng cách tăng phí theo dòng. Nhưng các nhà quảng cáo ngày nay đã tìm thấy cách thức tiếp cận khách hàng rẻ hơn: Truyền hình cáp, thư trực tiếp, và chèn vào báo chí. Báo chí từ lâu đã không còn là độc quyền. Chúng đã mất đi khả năng linh động về giá cả vốn có.

Mặc dù vậy, Buffett vẫn tin tưởng rằng tờ Washington Post hoạt động tốt hơn các công ty thông tin đại chúng khác. Có hai lý do giải thích cho sự lạc quan của ông. Trước hết, nợ dài hạn của tờ báo này nhiều hơn phần bù lại bằng cổ phần tiền mặt. Washington Post là tờ báo công cộng duy nhất hoàn toàn không nợ. Buffett giải thích: "Kết quả là, sự thu hẹp giá trị tài sản của họ không bị ảnh hưởng trước các hiệu ứng đòn bẩy tài chính". Thứ hai, ông cho rằng: "Washington Post được quản lý cực kỳ tốt".

Công ty Pampered Chef

Doris Christopher, người sáng lập, và là Chủ tịch Hội đồng Quản trị kiêm CEO của Pampered Chef, đã phân bổ nguồn vốn rất hợp lý - hỗ trợ tài chính cho toàn bộ chiến dịch mở rộng và tăng trưởng bằng doanh thu nội bộ. Bà hầu như đã tái đầu tư toàn bộ số lợi nhuận trong công ty và kết quả của mở rộng hoạt động kinh doanh mang lại mức tăng trưởng doanh thu rất lớn. Giữa năm 1995 và năm 2001, kết quả kinh doanh của Pampered Chef tăng ở mức đáng kinh ngạc là 232%, với lợi nhuận biên trước thuế là trên 25%. Khoản nợ duy nhất của công ty là số tiền vốn 3 nghìn đô la ban đầu mà Christopher đã vay từ hợp đồng bảo hiểm nhân thọ của bà.

Xét trên mọi khía cạnh, Doris Christopher quả là một nhà quản lý cẩn trọng và bà đã điều hành một "con thuyền chật hẹp". Bà thể hiện khả năng trực giác quản lý tuyệt vời thông qua cách đối

đãi các đại diện của bà rất khéo léo nhưng cũng rất cạnh tranh. Các nhân viên marketing trực tiếp của Pampered Chef trên khắp đất nước là nòng cốt của công ty và công ty chỉ liên hệ trực tiếp với trên 12 triệu khách hàng. Lực lượng bán hàng kiếm được 18 đến 20% hoa hồng trên số hàng họ bán được, và từ 1 đến 4% doanh thu số hàng bán được từ những lời tư vấn nấu bếp được mang đến công ty.

Candor

Buffett đánh giá cao những nhà quản lý báo cáo đầy đủ và chính xác tình hình tài chính của công ty, biết thừa nhận sai lầm cũng như chia sẻ thành công, và luôn ngay thẳng với các cổ đông. Cụ thể là, ông tôn trọng những nhà quản lý có thể truyền thông tin hoạt động của công ty họ mà không hề che giấu đằng sau Các Nguyên tắc Kế toán được thừa nhận (GAAP).

Các tiêu chuẩn kế toán tài chính chỉ yêu cầu bảo mật những thông tin được phân loại theo phân đoạn ngành. Một số nhà quản lý đã khai thác yêu cầu tối thiểu hoá này và gộp tất cả các ngành kinh doanh của công ty thành một phân đoạn ngành, gây khó khăn cho các cho các chủ sở hữu trong việc hiểu và đánh giá tính năng động của ngành kinh doanh khác nhau mà họ quan tâm.

Buffett cho rằng: “Cái cần phải được báo cáo là dữ liệu - cho dù là Các nguyên tắc kế toán được thừa nhận (GAAP), không GAAP, hay vượt cả GAAP - bởi vì nó giúp người đọc bản báo cáo tài chính trả lời được ba câu hỏi quan trọng: (1) Ước tính giá trị của công ty là vào khoảng bao nhiêu? (2) Điều gì có thể xảy ra mà có thể đáp ứng được các nghĩa vụ trong tương lai? Và (3) các nhà quản lý làm tốt công việc như thế nào, căn cứ vào quyền kiểm soát trong tay họ?”

Các bản báo cáo thường niên của Berkshire Hathaway là một ví dụ điển hình. Chúng đều đáp ứng các yêu cầu Nguyên tắc kế toán được thừa nhận (GAAP), và còn hơn cả thế. Buffett thêm phần báo cáo lợi nhuận riêng rẽ trong mỗi công ty con của Berkshire và bất kỳ thông tin phụ nào khác mà ông cảm thấy các cổ đông sẽ thấy cần thiết để đánh giá chính xác tình hình kinh tế của một công ty. Buffett thán phục những CEO có thể báo cáo cho các cổ đông theo lối thẳng thắn như vậy.

Ông cũng thán phục những ai có lòng dũng cảm nói chuyện cởi mở về khuyết điểm. Ông tin rằng các nhà quản lý mà dám công khai thừa nhận những sai lầm của mình sẽ dễ dàng sửa chữa chúng hơn. Theo Buffett, hầu hết những bản báo cáo thường niên là không chân thật. Theo thời gian, chắc chắn công ty nào cũng sẽ mắc phải sai lầm, cả nghiêm trọng và không nghiêm trọng. Ông tin rằng có quá nhiều nhà quản lý báo cáo với sự lạc quan thái quá thay vì giải thích chân thật, có lẽ chỉ là để phục vụ cho lợi ích của họ trong ngắn hạn, nhưng nếu xét về dài hạn thì không ai được lợi cả.

Buffett tín nhiệm Charlie Munger, người giúp ông hiểu được giá trị khi nghiên cứu các sai lầm của người khác thay vì chỉ tập trung vào thành công của họ. Trong bản báo cáo thường niên của ông gửi các cổ đông Berkshire Hathaway, Buffett đã rất cởi mở về tình hình kinh tế và quản lý của Berkshire, cả tốt và xấu. Qua nhiều năm, ông thừa nhận những khó khăn mà Berkshire phải đối mặt trong cả ngành kinh doanh bảo hiểm và dệt may và những sai lầm trong cách quản lý của chính ông đối với những doanh nghiệp này.

Ông tự phê bình rất thẳng thắn và không tiếc lời. Vụ sáp nhật với Công ty tái bảo hiểm General Re năm 1998 mang đến cho công ty những rắc rối nghiêm trọng. Một vụ làm ăn tuyệt vời vẫn tiếp tục rơi vào bế tắc trong nhiều năm, và chỉ bắt đầu khởi sắc sau vụ tấn công khủng bố Trung tâm Thương mại Thế giới hồi năm 2001. Sau này, Buffett cho biết rằng vào thời điểm sáp nhập, ông đã nghĩ rằng công ty tái bảo hiểm hoạt động theo những chuẩn mực ông yêu cầu như đối với những công ty bảo hiểm khác của Berkshire. Năm 2002 ông thừa nhận: “Tôi thực sự đã mắc sai lầm. Có rất nhiều việc có thể làm để vực dậy công ty đó”.

Vấn đề của General Re không chỉ trong nằm trong phạm vi những dịch vụ bảo hiểm thông thường của công ty. Công ty cũng có một bộ phận chuyên trách buôn bán và các dịch vụ phái sinh, một ngành kinh doanh mà Buffett coi là không đáng chú ý tại thời điểm sáp nhập (mặc dù đó là một phần của gói bảo hiểm, không thể tránh khỏi) và lâm vào tình trạng tài chính trì trệ vài năm sau đó. Năm 2003, ông viết lời xin lỗi thẳng thắn cho các cổ đông: “Tôi chắc chắn tôi đã có thể tiết kiệm được cho các bạn khoảng 100 triệu đô la, nếu tôi hành động mau lẹ hơn để đóng cửa Công ty chứng khoán GenRe. Charlie sẽ nhanh chóng chuyển sang đóng cửa công ty đó - không có gì đáng bàn về việc đó cả. Tuy vậy, tôi đã bị lay động. Hậu quả là, các cổ đông của tôi đang phải trả một mức giá cao hơn rất nhiều so với cái giá cần thiết để duy trì doanh nghiệp này”.

Các nhà phê bình cho rằng thói quen thừa nhận sai lầm công khai của Buffett được thực hiện dễ dàng hơn bởi vì kể từ khi ông sở hữu một lượng lớn chứng khoán phổ thông của Berkshire như vậy, ông không bao giờ còn bị lo ngại sẽ bị đuổi việc. Điều này là chính xác. Nhưng nó không làm mất đi giá trị căn bản của niềm tin của Buffett là tính thật thà ít nhất sẽ đem lại lợi ích cho nhà quản lý nhiều như nó đem lại cho cổ đông. Ông nói: “Vị CEO lừa dối công chúng thì cuối cùng cũng có thể lừa dối chính bản thân anh ta trong chuyện riêng tư”.

Công ty Coca-Cola

Khi Roberto Goizueta tiếp quản công ty với tư cách là CEO, ông thực hiện chiến lược củng cố Coca-Cola chủ yếu là nhằm vào các cổ đông. Ông viết: “Trong suốt thập kỷ tiếp theo, chúng tôi sẽ

tiếp tục hoàn toàn tận tâm với các cổ đông của chúng tôi cũng như đối với việc bảo vệ và tăng cường đầu tư của họ. Để mang lại cho các cổ đông của chúng tôi mức lợi nhuận trên vốn đầu tư trên trung bình, chúng tôi phải lựa chọn những doanh nghiệp tạo lợi nhuận vượt quá mức lạm phát".

Goizueta không chỉ phát triển các doanh nghiệp đòi hỏi đầu tư vốn, mà ông còn giúp làm tăng giá trị cổ đông. Thông qua việc tăng mức lợi nhuận biên và mức lợi nhuận trên vốn cổ phần, Coca-Cola vừa có thể tăng cổ tức đồng thời lại giảm tỉ lệ cổ tức phải chi. Trong những năm 1980, phần cổ tức dành cho các cổ đông tăng 10% một năm trong khi tỉ lệ cổ tức phải chi lại giảm từ 65% xuống còn 40%. Điều này cho phép Coca-Cola tái đầu tư một tỉ lệ phần trăm trong số tiền lãi lớn hơn nhằm duy trì tỉ lệ tăng trưởng mà không hề lừa bịp các cổ đông.

Không thể phủ nhận rằng Coca-Cola là một công ty có đẳng cấp cao hơn với một lịch sử hoạt động kinh tế nổi trội. Tuy vậy, trong những năm gần đây, mức độ tăng trưởng lại có phần khiêm tốn. Trong khi một số các cổ đông hoảng sợ thì Buffett không hề. Thực tế thì, ông không hề làm bất cứ điều gì cả, ông đã không bán dù là một cổ phiếu. Đó rõ ràng là một bằng chứng về niềm tin của ông dành cho công ty, và cũng là một minh chứng rõ ràng về sự đúng đắn trong những nguyên tắc của ông.

Tính cưỡng chế tổ chức

Nếu ban quản lý có được sự khôn ngoan và lòng tín nhiệm bằng cách sẵn sàng đối mặt với các sai lầm, vậy tại sao lại có quá nhiều các bản báo cáo thường niên chỉ để cập đến sự thành công? Nếu phân bổ nguồn vốn quá đơn giản và hợp lý, thì tại sao nguồn vốn lại được phân bổ quá nghèo nàn? Buffett đã biết rằng câu trả lời là một lực lượng vô hình mà ông gọi là "institutional imperative" cưỡng chế tổ chức - khuynh hướng trong đó các nhà quản lý bắt chước hành vi của những nhà quản lý khác mà không cần biết rằng hành vi đó có thể ngu ngốc hoặc bất hợp lý như thế nào.

Ông nói rằng đó là một phát hiện của sự nghiệp kinh doanh đáng ngạc nhiên nhất. Tại trường, ông được dạy rằng những nhà quản lý có kinh nghiệm là những người chân thật, thông minh và tự động đưa ra những quyết định kinh doanh hợp lý. Trong khi ở bên ngoài thế giới kinh doanh, ông lại học được rằng "sự hợp lý thường bị hao mòn đi khi tính cưỡng chế tổ chức phát huy tác dụng".

Buffett đã học bài học này từ lâu. Jack Ringwalt, Giám đốc Công ty Bồi thường Quốc gia (National Indemnity), mà Berkshire mua lại hồi năm 1967, giúp Buffett khám phá ra sức mạnh của tính cưỡng chế. Trong khi phần lớn các công ty bảo hiểm đều ký các hợp đồng bảo hiểm

dựa trên điều khoản bảo đảm cho trường hợp lợi nhuận của công ty không đủ hoặc tệ hơn là trong trường hợp bị thua lỗ, thì Ringwalt đã bước ra khỏi thị trường và từ chối ký các hợp đồng bảo hiểm mới. (Bạn có thể tham khảo câu chuyện đầy đủ trong Chương 3). Buffett đã nhận ra sự thông thái trong các quyết định của Ringwatl và làm theo chúng. Ngày nay, các công ty bảo hiểm của Berkshire vẫn hoạt động dựa trên nguyên tắc này.

Vậy đằng sau tính cưỡng chế tổ chức đã thúc đẩy rất nhiều doanh nghiệp là gì? Đó chính là bản chất con người. Hầu hết các nhà quản lý không sẵn lòng để phơi bày sự thua lỗ trầm trọng quý vừa rồi của công ty cho công chúng, trong khi những công ty khác quý vừa qua vẫn tạo được lợi nhuận, mặc dù chắc chắn họ đang đâm đầu xuống biển. Chuyển dịch phương hướng không bao giờ đơn giản. Đi theo con đường dẫn tới thất bại mà các công ty khác đã đi qua thường dễ dàng hơn thay đổi đường hướng của công ty.

Phải thừa nhận là, Buffett và Munger cùng được hưởng vị trí được bảo vệ giống nhau trong khuôn khổ tự do của họ để sẵn sàng ngay thật với tin xấu: Họ không phải lo lắng sẽ bị sa thải, và điều này làm họ tự do đưa ra những quyết định trái với lệ thường. Tuy vậy, một nhà quản lý với kỹ năng giao tiếp tốt nên thuyết phục các cổ đông chấp nhận thua lỗ trong ngắn hạn và thay đổi phương hướng của công ty nếu nó mang lại kết quả vượt trội theo thời gian. Buffett đã học được rằng không thể chống lại tính cưỡng chế tổ chức, thường thì sẽ có ít việc để làm với các cổ đông của công ty hơn các nhà quản lý sẵn sàng chấp nhận sự thay đổi căn bản.

Thậm chí khi các nhà quản lý chấp nhận quan điểm cho rằng công ty của họ phải thay đổi hoàn toàn hoặc sẽ đối mặt với khả năng phải đóng cửa, thì thực hiện kế hoạch này quá khó đối với hầu hết các nhà quản lý. Rất nhiều người không chịu nổi sức cảm dỗ thà mua một công ty mới còn hơn là tiếp tục đối mặt với những con số tài chính của vấn đề hiện tại.

Vậy tại sao họ lại làm điều này? Buffett tách biệt ba nhân tố ông cảm thấy là có ảnh hưởng lớn nhất tới hành vi của ban quản lý. Trước hết, hầu hết các nhà quản lý không thể kiểm soát được sự thèm khát hành động. Hành động thái quá kiểu này thường dẫn tới việc đại lý của công ty sẽ thuộc về các nhà tiếp quản công ty. Thứ hai, hầu hết các nhà quản lý luôn luôn so sánh doanh thu, lợi nhuận, thù lao điều hành của công ty họ với các công ty khác cả trong và ngoài ngành. Những sự so sánh này lúc nào cũng vậy sẽ là lời kêu gọi hành động thái quá. Cuối cùng, Buffett tin rằng hầu hết các nhà quản lý đều phóng đại khả năng quản lý của họ.

Một vấn đề phổ biến khác đó là kỹ năng phân bổ yếu kém. Như Buffett chỉ ra, các CEO thường tiến lên vị trí của họ do nổi trội hơn trong những lĩnh vực khác của công ty, bao gồm quản trị, kỹ sư, marketing, hoặc sản xuất. Do họ có ít kinh nghiệm phân bổ nguồn vốn, nên hầu hết các CEO

chuyển công việc đó sang các nhân viên, tư vấn viên, hoặc chủ ngân hàng. Tại đây, tính cưỡng chế tổ chức bắt đầu tham gia vào quá trình đưa ra quyết định. Buffett chỉ ra rằng nếu CEO khát khao một vụ chuyển nhượng tiềm năng đòi hỏi một tỉ lệ 15% lợi nhuận trên vốn đầu tư để bảo lãnh cho vụ mua bán, thì sẽ thật đáng kinh ngạc khi các nhân viên báo cáo cho ông ta rất trôi chảy rằng doanh nghiệp đó thực tế có thể đạt được 15,1%.

Minh chứng cuối cùng cho tính cưỡng chế tổ chức là sự bắt chước máy móc. Nếu tất cả các công ty A, B, và C cùng làm một thứ giống nhau, thì chắc chắn đó chính là nguyên nhân khiến CEO của công ty D cũng phải buộc công ty của ông hành động như vậy.

Buffett tin rằng đó không phải là do tính chất dễ bị mua chuộc hay là sự ngu dại, mà đó là những tình huống khiến các công ty này thất bại. Hơn thế nữa, đó là sự năng động tổ chức của tính cưỡng chế khiến cho việc chống lại hành vi bị lên án trở nên khó khăn.

Phát biểu trước một nhóm sinh viên Notre Dame, Buffett trình bày một danh sách 37 ngân hàng đầu tư làm ăn thua lỗ. Ông giải thích, tất cả các công ty đó thua lỗ mặc dù số lượng cổ phiếu trên thị trường chứng khoán New York đã tăng gấp 15 lần. Những công ty này do những cá nhân làm việc chăm chỉ với chỉ số IQ cao lãnh đạo, tất cả bọn họ đều có một khao khát thành công mãnh liệt. Buffett dừng lại, đôi mắt ông nhìn khắp căn phòng. Ông nói: “Các bạn hãy nghiêm túc nghĩ về điều đó. Làm thế nào họ đạt được một kết quả như vậy? Tôi sẽ nói cho bạn biết đồng nghiệp của họ đã bắt chước máy móc như thế nào”.

Công ty Coca-Cola

Khi Goizueta tiếp quản Coca-Cola, một trong những hành động đầu tiên của ông đó là loại bỏ những ngành kinh doanh không liên quan mà vị CEO tiền nhiệm đã phát triển và hướng công ty trở lại với ngành kinh doanh cơ bản của nó là bán nước ngọt. Đó là một minh chứng rõ ràng về khả năng chống lại tính cưỡng chế tổ chức của Coca-Cola.

Không thể phủ nhận rằng cắt giảm quy mô của công ty thành một ngành kinh doanh đơn lẻ thực sự là một sự thay đổi táo bạo. Điều khiến cho chiến lược của Goizueta thậm chí còn đáng chú ý hơn đó là lòng sẵn sàng thực hiện hành động này của ông vào một thời điểm mà những công ty khác trong ngành đang hành động theo hướng ngược lại hoàn toàn. Một số công ty đồ uống hàng đầu đang đầu tư lợi nhuận của họ vào những ngành kinh doanh không liên quan khác. Anheuser - Busch sử dụng lợi nhuận từ ngành kinh doanh bia để đầu tư vào công viên giải trí. Brown Forman, nhà sản xuất và phân phối rượu và rượu mạnh, đầu tư lợi nhuận vào các ngành kinh doanh đồ sứ, pha lê, bạc và hành lý, tất cả những ngành kinh doanh này đều có mức sinh lợi thấp hơn. Công ty TNHH Seagram, một công ty rượu và các sản phẩm rượu mạnh toàn cầu

đã mua Universal Studios. Đối thủ cạnh tranh đồ uống chính của Coca-Cola Pepsi cũng mua các ngành kinh doanh đồ ăn nhanh (Frito-Lay) và các nhà hàng bao gồm cả Taco Bell, Kentucky Fried Chicken, và Pizza Hut.

Không chỉ hành động của Goizueta tập trung sự chú ý của công ty vào sản phẩm lớn nhất và quan trọng nhất, mà nó còn có tác dụng tái phân bổ nguồn lực của công ty vào ngành kinh doanh có khả năng lợi nhuận nhất. Kể từ khi sự chuyển hướng kinh tế tập trung vào kinh doanh nước giải khát gây ảnh hưởng sâu sắc tới sự chuyển hướng kinh tế của các ngành kinh doanh khác, giờ đây công ty tái đầu tư lợi nhuận vào ngành kinh doanh có mức thu lợi cao nhất.

Clayton Homes

Trong một ngành công nghiệp đang bị bóp nghẹt bởi chính những vấn đề do nó tự tạo ra, thì Clayton nổi bật lên với đội ngũ quản lý hùng mạnh và mô hình kinh doanh thông minh.

Hiện tại, những ngôi nhà di động được sản xuất chiếm 15% trong tổng số nhà ở Mỹ. Xét trên nhiều khía cạnh, hình ảnh tiêu cực theo lịch sử của chúng đang biến mất. Những ngôi nhà di động ngày càng giống với những ngôi nhà được xây dựng kiên cố về kích cỡ và quy mô, chất lượng xây dựng được luôn được cải thiện, chúng đang cạnh tranh với những ngôi nhà cho thuê, chúng có những lợi thế về thuế mà theo đó người chủ ngôi nhà không phải sở hữu phần tài sản cơ bản, và việc thế chấp hiện tại đang được những công ty thế chấp lớn khác và các văn phòng chính phủ như Fannie Mae hỗ trợ.

Tuy vậy, do những ngôi nhà này rẻ hơn đáng kể so với nhà xây kiên cố (mức giá trung bình năm 2002 là 48 800 đô la so với 164 217 đô la), thị trường chính vẫn là những khách hàng của dòng sản phẩm giá thấp. Trong năm 2002, hơn 22 triệu người dân Mỹ sinh sống trong các ngôi nhà di động, với mức thu nhập gia đình trung bình là 26.900 đô la.

Trong những năm 1990, nhiều nhà sản xuất bị dính dáng tới một vụ việc rắc rối hai chiều do họ tự đặt ra cho mình, và rất nhiều người trong số họ thất bại. Một phần của rắc rối hai chiều này đó là sự chấp nhận ngày càng gia tăng và phổ biến của những ngôi nhà kiểu này, khiến nhiều công ty trong ngành đẩy mạnh việc quá mở rộng quy mô công ty. Nhân tố siết chặt khác đó là lòng tham.

Những ngôi nhà được bán thông qua những người bán lẻ, hoặc là những nhà buôn độc lập đại diện cho một số nhà sản xuất hoặc là những đại lý của riêng công ty. Chính tại đó, trong cùng một lô hàng, người mua thường thấy hoạt động huy động vốn, thường là một chi nhánh của nhà sản xuất/ người bán lẻ. Bán ồ ạt tạo ra lợi nhuận tức thì cho các nhà bản lẻ và phần hoa hồng

khổng lồ cho các nhà môi giới. Nó cũng tạo ra những vấn đề kinh tế khổng lồ trong phạm vi xa hơn. Một thực tế đáng buồn là rất nhiều ngôi nhà được bán cho những người đang trong tình trạng kinh tế bấp bênh, và tỉ lệ tái sở hữu cao, làm giảm nhu cầu nhà mới. Khi tỉ lệ thất nghiệp tăng trong vài năm trước đây, thì các khoản vay phạm pháp cũng tăng. Nhân tố cung quá mức hàng tồn kho từ những năm 1990, và thời gian kinh tế thắt chặt mà đã thu hẹp chi tiêu trên mọi lĩnh vực, và làm tăng thêm tình trạng ảm đạm trong toàn ngành.

Phần lớn vấn đề đều bắt nguồn từ những khoản nợ xấu đang quá phổ biến trong ngành kinh doanh nhà. Vậy tại sao tất cả họ đều làm như vậy? Bởi vì mỗi công ty lo sợ bị mất thị phần nếu làm khác. Nói tóm lại, đó là tai hoạ của tính cưỡng chế tổ chức. Clayton không hoàn toàn thoát khỏi, nhưng cũng đã tránh được hầu hết những sai lầm nghiêm trọng.

Điều quan trọng nhất là, Clayton trả thù lao cho người bán hàng theo một cách khác. Phần hoa hồng của người bán hàng và người quản lý được tính toán không chỉ theo số lượng những ngôi nhà được bán mà còn dựa trên chất lượng và quá trình hoạt động của khoản vay. Đội ngũ nhân viên bán hàng chia sẻ gánh nặng tài chính khi khoản nợ không phát huy được tác dụng, và chia sẻ doanh thu khi các khoản vay hoạt động tốt. Ví dụ, một quản lý bán hàng đang phải giải quyết việc bán hàng và thu được tiền của một ngôi nhà di động trị giá 24 nghìn đô la. Nếu khách hàng không thể thanh toán, Clayton sẽ bị mất 25 nghìn đô la, và người quản lý phải chịu trách nhiệm đối với một nửa số tiền thua lỗ đó. Nhưng nếu khoản nợ hoạt động tốt, người quản lý cũng sẽ được một nửa số đó. Điều đó đẩy gánh nặng tránh các khoản nợ xấu lên vai nhân viên bán hàng.

Phương pháp thanh toán: Năm 2002, “chỉ có 2,3% số chủ sở hữu nhà với khoản thế chấp của Clayton là những kẻ phạm pháp 30 ngày”. Con số đó xấp xỉ một nửa tỉ lệ phạm pháp trong ngành. Cuối những năm 1990, khi hơn 80 nhà máy và bốn nghìn người bán lẻ bị phá sản, Clayton chỉ phải đóng cửa 31 cửa hàng bán lẻ và không hề đóng cửa nhà máy nào cả. Đến năm 2003, khi Buffett tham gia, Clayton đã thoát khỏi tình trạng suy thoái trong nền kinh tế nói chung và ngành công nghiệp sản xuất nhà di động nói riêng với vị thế mạnh mẽ hơn và tốt đẹp hơn bất kỳ đối thủ cạnh tranh nào.

Warren Buffett đã mua Clayton Homes bởi vì ông thấy Jim Clayton là một người năng động, chăm chỉ, thông minh và có kỹ năng quản lý tốt. Clayton không chỉ thể hiện một lần mà là tới hai lần rằng ông có thể vượt qua tình trạng suy thoái trong ngành bằng cách xây dựng mô hình kinh doanh của ông để tránh được tính cưỡng chế tổ chức cực kỳ tai hại.

Công ty Washington Post

Buffett nói với chúng tôi rằng thậm chí báo chí hạng ba cũng có thể thu được lợi nhuận đáng kể. Do thị trường không yêu cầu những tiêu chuẩn cao dành cho một tờ báo, nên đó chính là trách nhiệm ban quản lý phải tự đặt ra. Đó chính là những tiêu chuẩn cao và những khả năng của ban quản lý có thể làm khác biệt phần lợi nhuận của công ty khi so sánh với những nhóm công ty cùng ngành. Năm 1973, nếu Buffett đầu tư vào Gannett, Knight - Ridder, New York Times Mirror số tiền 10 triệu đô la mà ông đã đầu tư vào Washington Post thì lợi nhuận đầu tư của ông sẽ trên mức trung bình, phản ánh tính kinh tế đặc biệt của ngành kinh doanh báo chí trong suốt giai đoạn này. Nhưng số tiền 200 -300 triệu đô la dư thừa theo giá trị thị trường mà Washington Post thu được đã qua mặt các công ty cùng ngành. Buffett nói: "Trong phạm vi rất rộng, điều này xuất từ bản chất vượt trội của những quyết định quản lý do Kay (Katherine Graham) đưa ra khi so sánh với những quyết định do các nhà quản lý của những công ty truyền thông khác".

Katherine Graham có khả năng mua số lượng lớn chứng khoán của Washington Post với mức giá hời. Buffett nói, Kay cũng rất dũng cảm đương đầu với công đoàn lao động, giảm thiểu chi phí, và tăng giá trị kinh doanh báo chí. Các cổ đông của Washington Post thật may mắn vì Katherine Graham đã đặt công ty vào vị trí quá thuận lợi.

Việc đánh giá con người cần dựa trên ba phẩm chất: liêm chính, thông minh và nghị lực. Và nếu bạn không có phẩm chất thứ nhất thì hai phẩm chất còn lại sẽ đẩy bạn xuống vực sâu.

WARREN BUFFETT, 1993

Warren Buffett nói về Quản lý, Đạo đức, và Sự hợp lý

Trong tất cả các cuộc tiếp xúc của ông với cổ đông Berkshire, và thực sự với thế giới nói chung, Buffett luôn luôn nhấn mạnh quá trình tìm kiếm những nhà quản lý thật thà và ngay thẳng. Ông tin rằng điều đó không chỉ là những giá trị liên kết trên thế giới ngày nay, mà còn là vấn đề nòng cốt quyết định sự thành công cuối cùng của một công ty và khả năng lợi nhuận trong dài hạn. Thù lao điều hành, quyền chọn chứng khoán, sự độc lập của giám đốc, thủ đoạn kế toán - những vấn đề này đã chạm vào nỗi niềm của Buffett, và ông không ngần ngại cho chúng ta biết ông cảm thấy như thế nào.

CEO hám lợi và tính cưỡng chế tổ chức

Trong thư gửi cổ đông năm 2001, Buffett viết: "Charlie và tôi lấy làm phẫn nộ với tình trạng phổ biến trong vài năm trước đây, cổ đông bị thua lỗ hàng tỉ đô la còn các CEO, những người sáng lập và những vị quan chức chóp bu khác – cha đẻ của những thảm hoạ này - lại đang hối thúc

các nhà đầu tư mua cổ phiếu trong khi cùng lúc đó bán tống bán tháo số cổ phiếu của chính họ, đôi khi còn sử dụng nhiều thủ đoạn để che giấu hành động của họ. Những vị lãnh đạo này coi các cổ đông là những kẻ khờ khạo, chứ không phải là đối tác...

Những bê bối kế toán đã gióng lên hồi chuông cảnh báo trên toàn nước Mỹ. Các cổ đông bắt đầu đặt câu hỏi và băn khoăn không biết các công ty của họ có quản lý các vấn đề trung thực và minh bạch hay không. Tất cả chúng ta ngày càng nhận thức rõ ràng hơn rằng trong hệ thống quản lý thường tồn tại nhiều vấn đề bất cập: Các CEO nhận được khoản lương thưởng khổng lồ trong khi vẫn sử dụng tiền của công ty để mua máy bay riêng và phung phí vào những bữa tiệc linh đình, và các giám đốc thì thường ký tên đóng dấu vào bất kỳ quyết định quản lý nào được quyết định sẽ thực hiện. Dường như không có một CEO nào có thể cưỡng lại cám dỗ có được những khoản lương không lồ và phong cách sống phung phí mà những CEO khác đang được hưởng. Đó chính là điểm tiêu cực nhất của tính cưỡng chế tổ chức.

Theo Buffett, tình hình vẫn chưa có chuyển biến gì đáng kể. Trong thư gửi cổ đông năm 2003, ông cảnh báo, "bệnh hám lợi" dường như không hề suy giảm. Ông viết: "Tình trạng phung phí của các CEO tăng mạnh hơn trong những năm 1990. Để phán xét xem liệu Corporate America có nghiêm túc cải tổ chính bản thân họ hay không, việc thanh toán của CEO vẫn là thử nghiệm. Cho tới ngày hôm nay, các kết quả thu được vẫn không đáng khích lệ".

Quyền chọn Chứng khoán

Cùng với những khoản tiền lương cao ngất trời, theo lẽ thường nhà quản lý cấp cao của các công ty thương mại công còn nhận được quyền chọn chứng khoán giá cố định, thường ràng buộc với doanh thu của công ty, nhưng rất hiếm khi ràng buộc với tình hình công việc thực tế của nhà quản lý.

Điều này trái với ý muốn của Buffett. Ông nói, khi quyền chọn chứng khoán được chuyển giao rất cẩu thả, các nhà quản lý với khả năng làm việc dưới mức trung bình sẽ được nhận ở mức "hào phóng" không kém gì những nhà quản lý có khả năng làm việc tuyệt vời. Theo lối suy nghĩ của Buffett, thậm chí nếu nhóm của bạn đạt danh hiệu dẫn đầu, bạn cũng không thể đánh đồng người đáng được trả 350 đô la và người chỉ đáng nhận 150 đô la trong nhóm.

Tại Berkshire, Buffett sử dụng một hệ thống lương thưởng cho các nhà quản lý theo năng lực làm việc. Phần thưởng không lệ thuộc vào quy mô của công ty, tuổi tác của các cá nhân, hay tổng lợi nhuận của Berkshire. Buffett tin rằng cá nhân làm việc tốt nên được nhận phần thưởng cho dù giá chứng khoán của Berkshire tăng hay giảm. Thay vào đó, các nhà quản lý cao cấp lại được thưởng dựa trên thành công của họ trong việc thực hiện tốt các mục tiêu trong phạm vi trách

nhiệm của họ. Một số nhà quản lý được thưởng vì doanh thu tăng, những người khác lại được thưởng vì làm giảm chi phí hay giảm bớt chi phí vốn. Cuối năm, Buffett không phân phát quyền chọn chứng khoán mà ông viết séc. Một số séc có giá trị khá lớn. Các nhà quản lý có thể sử dụng tiền mặt nếu họ thích. Nhiều người sử dụng số tiền thưởng này để mua chứng khoán của Berkshire.

Thậm chí khi quyền chọn chứng khoán được coi là một phần hợp pháp trong số tiền thưởng, thì Buffett vẫn cảnh báo chúng ta hãy quan sát xem chúng chiếm bao nhiêu phần trăm trong bảng cân đối kế toán của một công ty. Ông tin rằng chúng nên được xem là một chi phí vì tác động của chúng tới phần lợi nhuận được báo cáo là rõ ràng. Điều này dường như quá rõ ràng đến nỗi không có gì phải bàn cãi nữa cả. Đáng buồn là, không phải tất cả các công ty đều có cách nhìn nhận này.

Theo suy nghĩ của Buffett, đây là một khía cạnh khác của sự sẵn sàng chấp nhận số tiền trả vượt mức dự tính. Trong thư gửi cổ đông năm 2003, ông viết: “Khi các nhà quản lý CEO hay các đại diện của họ gặp gỡ các uỷ ban bồi thường, thường sẽ có một bên - bên quan chức cấp cao - quan tâm chú ý nhiều hơn hẳn bên kia về việc chốt hạ của bản thoả thuận. Ví dụ, một CEO sẽ luôn nhận được phần chênh lệch giữa nhận quyền chọn cho 100 nghìn cổ phiếu hay cho 500 nghìn cổ phiếu. Tuy vậy, đối với một uỷ ban được mời, phần chênh lệch dường như không quan trọng”.

Cảm xúc mạnh mẽ của Buffett về chủ đề này có thể nhận thấy trong phản ứng với thông báo của Amazon hồi tháng Tư năm 2003 rằng công ty sẽ bắt đầu tính chi phí quyền chứng khoán. Buffett đã viết cho CEO Jeff Bezos rằng công ty đã “rất dũng cảm” và quyết định của ông sẽ được “thừa nhận và ghi nhớ”. Một tuần sau, Buffett đã mua 98,3 triệu đô la trái phiếu có mức sinh lợi cao của Amazon.

Những vấn đề kế toán phi pháp và tài chính mờ ám

Bất kỳ ai đang đọc một tờ nhật báo trong quý hai của năm 2001 đều không thể không nhận ra làn sóng những việc làm sai trái ở các công ty đang ngày càng gia tăng. Trong nhiều tháng, tất cả chúng ta đều chứng kiến những vụ bê bối nối tiếp nhau, liên quan tới một số những tên tuổi nổi tiếng nhất trong ngành công nghiệp Mỹ. Tất cả những vụ việc này đều được gộp chung lại dưới một thuật ngữ chung là “scandal kế toán” bởi vì những hành vi phạm pháp tập trung vào những thủ đoạn kế toán và bởi vì những kiểm toán viên bên ngoài có nhiệm vụ thẩm tra lại các báo cáo kế toán lại chính là người trong cuộc.

Tất nhiên, trong dài hạn, vấn đề chờ đợi ban quản lý vượt qua những vấn đề xảy ra với hoạt động của những thủ đoạn kế toán.

WARREN BUFFETT, 1991

[Lưu ý thời gian của lời nhận xét này.]

Tất nhiên, rộng lớn hơn vấn đề kế toán, đó là vấn đề hám lợi, nói dối và hành động tội ác. Những báo cáo kế toán chính là thứ rất tốt để nhìn ra những dấu hiệu của vấn đề. Trong thư gửi cổ đông năm 2002, Buffett đã cảnh báo các nhà đầu tư phải cẩn thận khi đọc các bản báo cáo thường niên. Ông viết: "Khi bạn là một độc giả của một báo cáo tài chính trong những năm gần đây, bạn sẽ thấy một loạt các báo cáo chi tiết lợi nhuận 'chiếu lệ' - xếp thành bảng trong đó các nhà quản lý lúc nào cũng chỉ ra 'phần lợi nhuận' vượt quá xa so với những con số được kiểm toán. Trong cách trình bày này, CEO nói với các cổ đông rằng 'đừng tính cái này, đừng tính cái kia - chỉ tính cái gì làm tăng lợi nhuận mà thôi'. Thường thì, năm nào cũng sẽ có một thông điệp kiểu 'hãy quên tất cả những điều tồi tệ này đi' được đưa ra mà ban quản lý không hề cảm thấy xấu hổ".

Buffett thẳng thắn thể hiện sự phẫn nộ trước những vụ scandal. "Điều sai trái rành rành xảy ra đã phụ niềm tin của hàng triệu cổ đông". Ông cho rằng những ngày tháng "sôi nổi" hồi đầu những năm 1990, giai đoạn "làm giàu nhanh chóng" mà ông gọi là Cuộc bùng nổ Bong bóng, là do sự suy đồi đạo đức doanh nghiệp. Ông nói: "Khi giá chứng khoán tăng, thì những quy tắc hành động của các nhà quản lý đi xuống. Đến cuối những năm 1990, các CEO đang đi trên đường cao tốc đã không bị tắc đường. Có quá nhiều người hành động thật tệ hại, những con số gian lận và kéo theo những hành động ghê tởm để có được kết quả kinh doanh tầm thường". Trong nhiều trường hợp, giám đốc của những công ty này, những người có nhiệm vụ gìn giữ lợi tức cổ đông, đã thất bại thảm hại.

Vấn đề quản lý và sự thờ ơ của Giám đốc

Buffett cho rằng một phần của vấn đề là do xu hướng đáng xấu hổ của Ban Giám đốc là chỉ biết ký tên đóng dấu vào bất cứ thứ gì các CEO yêu cầu. Đó là vấn đề tính độc lập và sự can đảm - mức độ mà theo đó các giám đốc sẵn sàng thực hiện đúng trách nhiệm được uỷ thác trước nguy cơ làm mất lòng các CEO. Sự sẵn sàng này, hay thiếu nó, đang có mặt ở các ban quản lý trên toàn quốc.

Buffett viết: "Tính độc lập thực sự, có nghĩa là sự sẵn sàng thách thức một vị CEO đầy quyền lực khi ông ta có hành vi sai trái, dại dột - là một nét tiêu biểu cực kỳ có giá trị của một vị giám đốc".

Chúng ta có thể tìm thấy phẩm chất cao quý này ở những CEO mà lợi ích của họ phù hợp với lợi ích của các cổ đông. Buffett đã minh hoạ vị thế của ông bằng cách mô tả điều ông tìm kiếm ở các thành viên trong Hội đồng Quản trị của Berkshire Hathaway - "rất ngay thẳng, có hiểu biết kinh doanh, hướng tới cổ đông, và quan tâm thực sự tới công ty".

Liệu chúng ta có thể xác định giá trị của ban quản lý hay không?

Buffett sẽ là người đầu tiên thừa nhận rằng để đánh giá nhà quản lý theo ba chiều - sự hợp lý, lòng ngay thẳng, và lối suy nghĩ độc lập - quả thực là khó khăn hơn đánh giá tình hình tài chính, bởi một lẽ đơn giản là con người thường phức tạp hơn những con số.

Thực ra, nhiều nhà phân tích tin rằng bởi vì đánh giá hoạt động của con người là không rõ ràng và thiếu chính xác, nên chúng ta hoàn toàn không thể đánh giá được mức độ đáng tin cậy của ban quản lý, và vì vậy bài toán trở thành vô nghĩa. Họ dường như gợi ý rằng không có các con số, sẽ chẳng có gì để đo đạc, đánh giá cả. Những người khác lại cho rằng giá trị của ban quản lý được thể hiện đầy đủ trong những con số thống kê kết quả hoạt động của công ty, bao gồm doanh thu, lợi nhuận biên, lợi nhuận trên vốn cổ phần, và chỉ cần dựa vào các chỉ tiêu đánh giá này mà thôi.

Cả hai ý kiến đều có căn cứ, nhưng không ý kiến nào đủ mạnh để vượt qua lập luận ban đầu. Lý do dành thời gian để đánh giá ban quan lý là giúp cho bạn biết những dấu hiệu cảnh báo ban đầu về kết quả tài chính sau cùng. Nếu bạn xem xét kỹ lưỡng từng từ ngữ và hành động của một ban quản lý, bạn sẽ tìm thấy đầu mối giúp bạn đánh giá giá trị công việc của họ một thời gian khá dài trước khi nó được thể hiện trong báo cáo tài chính của công ty hoặc trên những trang chứng khoán trong tờ nhật báo. Làm như vậy sẽ tìm ra được một số thông tin hữu ích, và chừng đó đủ để ngăn cản sự mềm yếu của con tim hay sự lười biếng. Như vậy, họ mất còn bạn được.

Làm thế nào để bắt tay vào thu thập nguồn thông tin cần thiết? Buffett đưa ra một vài lời khuyên. Ông gợi ý khi tổng kết những báo cáo thường niên từ một số năm trước đây, nên đặc biệt chú ý tới điều mà ban quản lý nói và sau đó là về các chiến lược cho tương lai. Sau đó, so sánh những kế hoạch đó với kết quả đạt được ngày hôm nay: Chúng được thực hiện đầy đủ như thế nào? Cũng so sánh những chiến lược đề ra cách đây vài năm với những chiến lược và ý kiến của năm nay: Lối suy nghĩ thay đổi như thế nào? Buffett cũng gợi ý rằng cũng rất hữu ích khi so sánh các báo cáo thường niên của công ty bạn quan tâm với những bản báo cáo của những công ty tương tự trong cùng ngành. Không phải lúc nào cũng dễ dàng tìm ra những điểm giống nhau tuyệt đối, nhưng thậm chí sự so sánh kết quả liên quan cũng giúp bạn hiểu biết sâu sắc hơn.

Tôi đọc các báo cáo thường niên của công ty tôi đang quan tâm và đọc cả báo cáo thường niên của các đối thủ cạnh tranh. Đó chính là điểm cốt lõi của vấn đề.

WARREN BUFFETT, 1993

Chúng tôi muốn làm cho mọi thứ luôn đơn giản, vì vậy vị Chủ tịch Hội đồng Quản trị có thể ngồi đâu đó và đọc báo cáo thường niên.

CHARLIE MUNGER, 1993

Hãy mở rộng phạm vi hiểu biết của bạn. Hãy cảnh giác trước những bài đăng trên báo và tạp chí tài chính về công ty mà bạn đang quan tâm và về cả ngành nói chung. Hãy đọc điều mà những CEO của công ty nói ra và điều mà những người khác nói về họ. Nếu bạn thấy gần đây vị Chủ tịch Hội đồng Quản trị có một bài phát biểu hoặc diễn thuyết, hãy xin một bản copy từ phòng quan hệ đầu tư và nghiên cứu nó thật cẩn thận. Hãy truy cập trang web của công ty để tìm kiếm nguồn thông tin cập nhật nhất. Trong mỗi cách bạn có thể nghĩ ra, hãy làm tăng tầm quan sát của bạn. Bạn càng phát triển thói quen luôn cảnh giác trước thông tin, thì quá trình này ngày càng trở nên dễ dàng hơn.

Ở điểm này, dù có thể làm bạn không vui, nhưng cần phải nói thẳng là rất có thể những tài liệu bạn nghiên cứu chứa đầy những con số được thổi phồng, những bản thống kê nửa sự thật, và những điều chủ ý gây hoang mang có chủ tâm. Tất cả chúng ta đều biết tên tuổi của những công ty đã bị buộc tội về hành vi này, có một danh mục những công ty Mỹ chuyên lừa đảo, và một vài trong số những nhà lãnh đạo của các công ty này đã "dành rất nhiều thời gian trong tù" để suy nghĩ về hành vi của mình. Đôi khi những vụ lừa bịp quá tinh vi đến mức thậm chí những kế toán toà án cũng bị lừa. Vậy bạn - một nhà đầu tư không có kiến thức chuyên ngành - làm cách nào để hiểu thấu được những gì bạn đang thấy?

Đáng tiếc câu trả lời là: Bạn không thể. Bạn có thể học cách đọc các báo cáo thường niên và các bản cân đối kế toán, bạn nên làm như vậy, nhưng nếu chúng được xây dựng từ những thủ đoạn lừa đảo trắng trợn, thì bạn khó có thể phát hiện ra được.

Tôi không hề có ý định đơn giản nói rằng bạn nên từ bỏ. Hãy cứ tiếp tục nghiên cứu, và cố gắng cảnh giác trước những dấu hiệu của tình trạng bất ổn. Không có gì làm chúng ta ngạc nhiên với việc Warren Buffett đưa ra một số lời khuyên giá trị dưới đây:

• “Hãy cảnh giác trước những công ty phô bày sự tính toán yếu kém”. Cụ thể là, ông cảnh báo chúng ta hãy đề phòng những công ty không chịu trách nhiệm chi phí về quyền chọn chứng khoán. Đó là lá cờ đỏ rõ ràng mà thủ đoạn mờ ám khác cũng hiện diện.

• Một lá cờ đỏ khác: “Những chú thích khó hiểu”. Ông nói, nếu bạn không thể hiểu chúng, đừng giả thuyết là do khuyết điểm của bạn. Đó là một công cụ ưa chuộng được dùng để che giấu một thứ gì đó mà ban quản lý không muốn bạn biết.

• “Hãy nghi ngờ những công ty mà lợi nhuận ước tính và mức tăng trưởng kỳ vọng được công bố công khai”. Không ai có thể biết trước tương lai, và bất kỳ CEO nào làm như vậy đều không đáng tin.

***

Tóm lại, Buffett muốn bạn làm việc với những nhà quản lý thẳng thắn và trung thực với các cổ đông và nhân viên của họ. Quan điểm bất di bất dịch của ông về hành vi đạo đức như một điều kiện thiết yếu để làm kinh đoanh ngày càng quan trọng hơn kể từ cuộc bùng nổ những vụ scandal đạo đức doanh nghiệp. Tuy vậy, ông sẽ là người đầu tiên thừa nhận rằng giữ một lập trường như vậy, sẽ không giúp các nhà đầu tư tránh được thất bại từ những mánh khoé lừa đảo.

Tôi phải thêm vào lời cảnh báo của bản thân mình: Tôi không hứa rằng làm theo những quy tắc của Phong cách đầu tư Warren Buffett được mô tả trong cuốn sách này sẽ bảo vệ bạn tuyệt đối. Nếu các quan chức của công ty lừa dối nhà đầu tư thông qua những thủ đoạn tính toán hoặc những mánh khoé phi pháp khác và nếu họ là các chuyên gia lừa đảo thì có thể rất khó khăn, và thường là không thể, phát hiện ra chúng đúng lúc. Cuối cùng, thủ phạm sẽ phải ngồi tù, nhưng đó cũng là lúc các cổ đông phải gánh chịu thảm hoạ, và tiền thì cũng đã mất. Điều tôi có thể nói đó là: Nếu bạn thực hiện cách thức đánh giá các vụ đầu tư mà Buffett đã dạy chúng ta cẩn trọng và dành thời gian luyện tập chăm chỉ, bạn sẽ đúng nhiều hơn là sai, và chắc chắn là phải hơn những kẻ gió chiều nào theo chiều ấy, luôn chạy theo dư luận và báo chí.

7. HƯỚNG DẪN ĐẦU TƯ

Nguyên lý tài chính

Các nguyên lý tài chính mà qua đó Buffett coi trọng cả khả năng quản lý vượt trội và kết quả kinh tế đều có nền tảng ở một số nguyên tắc điển hình "kiểu Buffett". Lý do thứ nhất, ông không quá coi trọng kết quả hoạt động một năm. Thay vào đó, ông tập trung vào kết quả hoạt động trung bình của bốn đến năm năm. Ông viết, thường thì doanh thu kinh doanh sinh lợi có thể không xảy ra đồng thời với thời gian hành tinh xoay quanh mặt trời

Ông cũng không kiên nhẫn với những mưu mẹo tài chính cho ra những con số tổng kết năm đầy ấn tượng nhưng chẳng có mấy phần sự thật. Những nguyên lý tài chính "còn bền mãi với thời gian":

• Tập trung vào tỉ suất lợi nhuận trên vốn cổ phần, không phải là lợi nhuận trên một cổ phiếu.

• Tính toán "lợi nhuận chủ sở hữu" để giá trị được phản ánh xác thực.

• Tìm kiếm những công ty với lợi nhuận biên cao.

• Đối với mỗi đô la giữ lại, công ty có tạo ra được ít nhất một đô la giá trị thị trường không?

Lợi nhuận trên vốn cổ phần

Thông thường, các nhà phân tích đánh giá kết quả hoạt động của công ty bằng cách xem xét lợi nhuận trên một cổ phiếu. So với năm trước, lợi nhuận trên một cổ phiếu có tăng không, có đủ cao không? Về phần mình, Buffett coi lợi nhuận trên cổ phiếu là một bức màn mờ ảo. Do hầu hết các công ty đều giữ lại một tỉ lệ lợi nhuận của năm trước đó để tăng vốn cổ phần cơ bản, nên ông không thấy có lý do gì để vui mừng về kết quả lợi nhuận trên cổ phiếu. Không có gì đáng chú ý khi một công ty tăng lợi nhuận trên cổ phần lên 10% nếu cùng lúc đó vốn cổ phần cơ bản cũng tăng 10%. Ông giải thích, vậy thì chẳng có gì khác khi gửi tiền vào tài khoản tiết kiệm và cộng dồn lãi suất rồi rút ra.

Buffett tin tưởng rằng, kiểm tra kết quả kinh tế rõ nhất khi một công ty đạt được tỉ lệ lợi nhuận trên vốn cổ phần cao, chứ không phải là khi công ty có mức thu nhập ổn định từ lợi nhuận trên cổ phiếu. Để đánh giá kết quả hoạt động thường niên của một công ty, Buffett thích dùng mức lợi nhuận trên vốn cổ phần hơn - đó là tỉ lệ lợi nhuận hoạt động trên cổ phần của cổ đông.

Mặc dù để sử dụng tỉ lệ này, chúng ta cần thực hiện một số điều chỉnh. Trước hết, tất cả các chứng khoán có thể chào bán nên được định giá theo chi phí, không phải là theo giá trị thị trường, bởi vì các giá trị trên thị trường chứng khoán nói chung gây ảnh hưởng lớn tới tỉ suất lợi nhuận trên vốn cổ phần của cổ đông đối với một công ty nói riêng. Ví dụ như, nếu thị trường chứng khoán tăng mạnh trong một năm, do vậy làm tăng giá trị ròng của một công ty, thì kết quả hoạt động thực sự nổi trội sẽ bị giảm bớt đi khi so sánh với mẫu số lớn hơn. Ngược lại, giảm giá sẽ làm giảm vốn cổ phần của cổ đông, có nghĩa là kết quả hoạt động tầm thường sẽ được thể hiện tốt hơn nhiều so với thực tế.

Thứ hai, chúng ta phải kiểm soát ảnh hưởng của những nhân tố bất thường có thể có trong tử số của tỉ lệ này. Buffett loại trừ tất cả phần lãi và lỗ trên vốn, cũng như bất kỳ nhân tố bất thường nào làm tăng hoặc làm giảm lợi nhuận hoạt động. Ông đang tìm cách tách biệt kết quả hoạt động thường niên cụ thể của một công ty. Ông muốn biết ban quản lý đã hoàn thành nhiệm vụ tạo mức lợi nhuận từ hoạt động của một công ty với nguồn vốn ban đầu tốt như thế nào. Ông nói, đó là biện pháp đánh giá kết quả kinh tế của ban quản lý tốt nhất.

Hơn thế nữa, Buffett tin tưởng rằng một công ty nên đạt được lợi nhuận trên vốn cổ phần tốt trong khi không vay nợ hoặc vay nợ ít. Chúng ta biết rằng nhiều công ty tăng lợi nhuận trên vốn cổ phần bằng cách tăng tỉ lệ nợ trên vốn cổ phần. Buffett đã nhận ra điều này, nhưng ý tưởng tăng lợi nhuận trên vốn cổ phần của Berkshire Hathaway chỉ đơn giản bằng cách tăng thêm nợ không gây ấn tượng cho ông. Ông nói: “Các quyết định kinh doanh hay đầu tư tốt sẽ cho những kết quả kinh tế tương đối hài lòng mà không cần sự hỗ trợ từ tài sản vay nợ”. Hơn thế nữa, những công ty có mức vay nợ cao sẽ rất dễ đi tới phá sản trong thời kỳ suy thoái kinh tế.

Buffett không đưa ra bất kỳ gợi ý nào về mức nợ bao nhiêu là hợp lý hay bất hợp lý đối với một công ty. Những công ty khác nhau, phụ thuộc vào lưu lượng tiền mặt của mình, sẽ quản lý những mức nợ khác nhau. Điều Buffett nói cho chúng ta biết đó là một công ty phát triển tốt sẽ thu được lợi nhuận trên vốn cổ phần cao mà không cần sự hỗ trợ từ tài sản vay nợ. Các nhà đầu tư nên cảnh giác trước những công ty tạo lợi nhuận trên vốn cổ phần tốt chỉ bằng cách vay nợ.

Coca-Cola

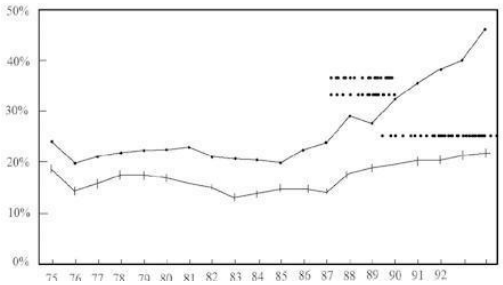
Trong “Chiến lược những năm 1980”, kế hoạch tái sinh công ty, Goizueta chỉ ra rằng Coca-Cola sẽ không tham gia vào ngành kinh doanh nào không tạo ra lợi nhuận trên vốn cổ phần có thể chấp nhận được. Bất kỳ vụ đầu tư mới nào đều phải có tiềm năng tăng trưởng thực tế đáng kể.

Từ lâu, Coca-Cola quan tâm tới việc cạnh tranh giành cổ phiếu trên một thị trường trì trệ. Goizueta tuyên bố: “Tăng trưởng lợi nhuận trên cổ phiếu và tác động tới lợi nhuận trên vốn cổ

phần vẫn là một cuộc cạnh tranh". Những lời nói của ông sau đó đã biến thành hành động. Ngành kinh doanh rượu của Coca-Cola được chuyển nhượng cho Seagram vào năm 1983.

Mặc dù công ty thu được tỉ lệ lợi nhuận trên vốn cổ phần ở mức đáng nể là 20% trong suốt những năm 1970, kết quả đó vẫn không hề gây ấn tượng gì đối với Goizueta. Ông yêu cầu tỉ lệ lợi nhuận cao hơn. Đến năm 1998, lợi nhuận trên vốn cổ phần của Coca-Cola đã tăng lên 31,8%. (Xem hình 7.1)

Hình 7.1 Lợi nhuận trên vốn cổ phần của Công ty Coca-Cola và biên trước thuế



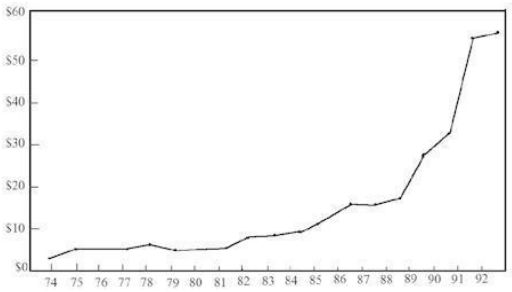
Theo bất kỳ biện pháp đo lường nào, Coca-Cola của Goizueta cũng đều đạt kết quả tài chính gấp đôi và gấp ba so với kết quả dưới thời vị CEO trước. Những kết quả được nhìn nhận theo giá trị thị trường của công ty theo thời gian. Năm 1980, giá trị thị trường của Coca-Cola là 4,1 tỉ đô la. Đến cuối năm 1987, con số này tăng lên 14,1 tỉ đô la (xem hình 7.2). Trong bảy năm, giá trị thị trường của Coca-Cola tăng với tỉ lệ trung bình hàng năm là 19,3%.

Công ty Washington Post

Khi Buffett mua chứng khoán của Washington Post hồi năm 1973, lợi nhuận trên vốn cổ phần của công ty là 15,7%. Đây là mức lợi nhuận trung bình đối với hầu hết các tờ báo và chỉ cao hơn một chút so với chỉ số S&P. Nhưng trong vòng năm năm, tỉ lệ lợi nhuận trên vốn cổ phần của Washington Post đã tăng gấp đôi. Lúc đó, tỉ lệ này cao gấp đôi so với chỉ số S&P và cao hơn 50% so với chỉ số trung bình của công ty báo chí. Sau 10 năm tiếp theo, công ty này đã duy trì được uy thế của mình, tiến tới tỉ lệ lợi nhuận trên vốn cổ phần đạt mức 36,3% vào năm 1998.

Tỉ lệ lợi nhuận trên vốn cổ phần đạt mức trung bình còn ấn tượng hơn khi bạn quan sát công ty đã dần dần chủ động giảm thiểu vay nợ. Năm 1973, tỉ lệ vay nợ dài hạn của công ty trên vốn cổ phần là 37,2%, tỉ lệ cao thứ hai trong ngành báo chí. Thật đáng kinh ngạc là đến năm 1978, Katherine Graham giảm 70% vay nợ của công ty. Năm 1983, nợ dài hạn trên vốn cổ phần dưới mức 2,7%, bằng 1/10 mức trung bình của công ty báo chí. Nhờ vậy, công ty tạo được mức lợi nhuận trên vốn cổ phần cao hơn 10% so với những công ty cùng ngành.

Hình 7.2 Giá trị thị trường của Coca-Cola



“Lợi nhuận chủ sở hữu”

Buffett cảnh báo rằng các nhà đầu tư nên nhận ra việc tính toán lợi nhuận trên cổ phiếu chỉ là điểm bắt đầu để xác định giá trị kinh tế của một công ty, chứ không phải là điểm kết thúc. Ông nói: “Điểm đầu tiên cần phải hiểu đó là không phải tất cả các khoản lợi nhuận đều được tạo ra giống nhau”. Ông chỉ ra rằng những công ty có tỉ lệ tài sản trên lợi nhuận cao có xu hướng báo cáo khoản lợi nhuận thay thế, nên thường không phản ánh đúng bản chất. Bởi vì lạm phát khiến những công ty có nhiều tài sản cố định mất một khoản phí, nên lợi nhuận của những công ty này thường là con số ảo. Vì vậy, tính toán lợi nhuận chỉ hữu ích cho phân tích nếu chúng xấp xỉ bằng dòng tiền mặt kỳ vọng của công ty.

Nhưng Buffett cảnh báo, thậm chí dòng tiền mặt cũng không phải là một công cụ hoàn hảo để xác định giá trị mà nó thường đánh lạc hướng các nhà đầu tư. Dòng tiền mặt là hợp lý khi đánh giá những công ty có quy mô vốn đầu tư lớn ban đầu và về sau thì nhỏ hơn, như các công ty bất động sản, gas, và cáp. Nói cách khác, sẽ không thể đánh giá chính xác những công ty đòi hỏi nguồn vốn đầu tư lớn như những công ty sản xuất chẳng hạn, khi chỉ xem xét dòng tiền mặt của chúng.

Dòng tiền mặt của một công ty thông thường được xác định là thu nhập ròng sau thuế trừ sự sụt giá, giảm giá diện rộng, trả dần, và những chi phí phi tiền mặt khác. Buffett giải thích rằng vấn đề với định nghĩa chính là nó đã vứt bỏ một nhân tố kinh tế quan trọng: chi phí vốn. Lợi nhuận hàng năm của công ty phải trích ra cho trang thiết bị mới, nâng cấp nhà máy, và những cải tổ khác để duy trì vị thế và khoản này là bao nhiêu? Theo Buffett, xấp xỉ 95% doanh nghiệp Mỹ đòi hỏi chi phí vốn gần bằng với tỉ lệ khấu hao của họ. Ông nói, bạn có thể trì hoãn chi phí vốn trong một hoặc hai năm, nhưng trong dài hạn, bạn sẽ không thể tạo ra được những cải tổ cần thiết và doanh nghiệp của bạn chắc chắn sẽ suy sụp. Những chi phí vốn này cũng nhiều bằng chi phí lao động và chi phí tiện ích của một công ty.

Những con số dòng tiền mặt phổ biến hơn trong thời kỳ bùng nổ tình trạng mua lại suốt những năm 1980 bởi vì giá cao ngất ngưởng trả cho những công ty được xác định chỉ bằng dòng tiền mặt. Buffett tin rằng những con số dòng tiền mặt "thường được các chuyên viên marketing sử dụng để thanh minh cho sự vô lý và vì thế bán được thứ không dễ bán. Khi lợi nhuận có vẻ như không đủ để bù cho khoản nợ của một trái phiếu hoặc bào chữa cho giá chứng khoán ngớ ngẩn, thì tập trung vào dòng tiền mặt sẽ trở nên tiện lợi. Buffett cảnh báo rằng bạn không thể tập trung vào dòng tiền mặt trừ khi bạn sẵn sàng trừ chi phi vốn cần thiết.

Thay vì quan tâm tới dòng tiền mặt, Buffett thích sử dụng thứ ông gọi là "lợi nhuận chủ sở hữu" - là khoản thu nhập ròng của một công ty cộng với khấu hao, trả dần nợ, ít hơn chi phí vốn và bất kỳ nguồn vốn lưu động thêm vào nào cần thiết. Buffett thừa nhận, đó không phải là một biện pháp chính xác về mặt toán học vì một lý do đơn giản là tính toán chi phí vốn tương lai thường đòi hỏi sự ước lượng gần đúng. Vẫn vậy, trích lời của Keynes - ông nói: "Tôi thích gần đúng hơn là hoàn toàn sai".

Coca-Cola

Năm 1973, "lợi nhuận chủ sở hữu" (thu nhập ròng cộng với khấu hao rồi trừ đi chi phí vốn) là 152 triệu đô la. Tới năm 1980, lợi nhuận chủ sở hữu là 262 triệu đô la, bằng 8% tỉ lệ tăng trưởng cộng gộp hàng năm. Sau đó, từ năm 1981 tới năm 1988, lợi nhuận chủ sở hữu tăng từ 262 triệu đô la lên 828 triệu đô la, bằng 17,8% tỉ lệ tăng trưởng cộng gộp thường niên trung bình (xem hình 7.3).

Tỉ lệ tăng trưởng lợi nhuận sở hữu phản ánh trong giá cổ phiếu của Coca-Cola. Trong giai đoạn 10 năm từ năm 1973 tới năm 1982, tổng lợi nhuận của Coca-Cola tăng ở tỉ lệ trung bình thường niên là 6,3%. 10 năm sau, từ năm 1983 tới năm 1992, tổng lợi nhuận tăng trưởng đạt tỉ lệ trung bình hàng năm là 31,1%.

Lợi nhuận biên

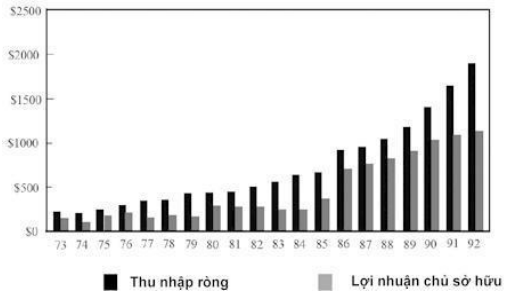
Giống như Philip Fisher, Buffett nhận thức được rằng những doanh nghiệp lớn sẽ có những vụ đầu tư tồi tệ nếu ban quản lý không thể biến doanh thu thành lợi nhuận. Theo kinh nghiệm của ông, những nhà quản lý của hệ thống hoạt động chi phí cao có xu hướng tìm những cách để liên tục tăng tổng chi phí, trong khi các nhà quản lý của hệ thống hoạt động chi phí thấp luôn luôn tìm cách cắt giảm chi phí.

Buffett không mấy kiên nhẫn với những nhà quản lý để chi phí leo thang. Thường thì những nhà quản lý giống nhau này sẽ khởi xướng một chương trình cải tổ làm cắt giảm chi phí cho phù hợp

với doanh thu. Mỗi lần công ty thông báo một chương trình cắt giảm chi phí, ông biết rằng công ty này không tìm ra trước các cổ đông các khoản chi. Buffett nói: "Nhà quản lý thực sự tốt sẽ không thức giấc vào buổi sáng và nói, 'đây là ngày tôi cắt giảm chi phí', mà anh ta thức giấc và quyết định luyện tập hít thở".

Buffett hiểu quy mô nhân viên như thế nào là phù hợp cho doanh nghiệp và tin rằng với mỗi đô la doanh thu sẽ có một mức chi phí hợp lý. Ông đã lựa chọn Carl Reichard và Paul Hazen tại Wells Fargo để tấn công nghiêm khắc vào những chi phí không cần thiết. Ông nói: "Họ ghê tởm việc tiêu tốn phần chi phí nhiều hơn cần thiết, và tấn công chi phí ác liệt khi lợi nhuận ở mức kỷ lục cũng như khi dưới mức đặt ra".

Hình 7.3 Thu nhập ròng của Coca-Cola và "lợi nhuận chủ sở hữu"



Bản thân Buffett không nhượng bộ khi bàn tới vấn đề chi phí và phí tổn không cần thiết, và ông cũng nhạy cảm với vấn đề lợi nhuận biên của Berkshire. Tất nhiên, Berkshire Hathaway là một công ty nổi trội. Berkshire Hathaway không có phòng luật pháp, phòng quan hệ đầu tư và công chúng, cũng không có phòng kế hoạch chiến lược được bố trí những nhân viên được đào tạo MBA chuyên thảo ra chiến lược mua lại và sáp nhập. Tổng chi phí hoạt động sau thuế của công ty thấp hơn 1% lợi nhuận hoạt động. Buffett nói, nếu so sánh con số này với những công ty khác, có cùng mức lợi nhuận nhưng 10% chi phí thì các cổ đông mất 9% giá trị cổ phần của họ chỉ đơn giản là do tổng chi phí.

Công ty Pampered Chef

Như đã đề cập, Doris Christopher sáng lập ra công ty này chỉ với 3 nghìn đô la đi vay từ hợp đồng bảo hiểm nhân thọ của gia đình bà và bà không bao giờ có thêm một khoản nợ nào khác nữa. Ngày nay, công ty đạt mức doanh thu trên 700 triệu đô la.

Khách hàng thanh toán cho sản phẩm trước khi giao hàng nên công ty luôn là một công ty có lượng tiền mặt dương. Alan Luce, Chủ tịch Công ty Luce & Associations tại Orlando, Florida, một công ty tư vấn bán trực tiếp, đã ước tính lợi nhuận biên trước thuế đạt mức trên 25%.

Công ty Coca-Cola

Năm 1980, lợi nhuận biên trước thuế của Coca-Cola ở mức thấp 12,9%. Mức này giảm trong năm năm liền và thấp hơn đáng kể mức biên năm 1973 của công ty là 18%. Trong năm đầu tiên của Goizueta, lợi nhuận biên trước thuế tăng lên 13,7% và đến năm 1998, khi Buffett mua cổ phiếu của Coca-Cola, lợi nhuận biên tăng tới mức kỷ lục 19%.

Công ty Washington Post

Sáu tháng sau khi Washington Post phát hành cổ phiếu lần đầu hồi năm 1971, Katherine Graham đã có cuộc gặp gỡ với các nhà phân tích chứng khoán Phố Wall. Bà nói với họ rằng đầu tiên là phải tối đa hoá lợi nhuận từ hệ thống hoạt động hiện tại của công ty. Lợi nhuận tiếp tục tăng tại các trạm thu phát truyền hình và tờ Newsweek, nhưng khả năng lợi nhuận của tờ báo đang có xu hướng thu hẹp lại. Bà nói, nguyên nhân căn bản là do chi phí sản xuất cao, ví dụ như tiền lương.

Sau khi mua tờ Times Herald, lợi nhuận của Washington Post tăng vọt. Mỗi lần công đoàn bãi công tờ báo (năm 1949, 1958, 1966, 1968, 1969), ban quản lý đều lựa chọn cách đáp ứng nhu cầu của họ, thay vì mạo hiểm ngừng hoạt động tạm thời. Suốt thời gian này, Washington Post vẫn là một trong ba tờ báo nổi tiếng nhất. Suốt những năm 1950 và 1960, chi phí nhân công tăng đã làm giảm lợi nhuận. Bà Graham nói với các nhà phân tích rằng, vấn đề này sẽ được giải quyết.

Trong những năm 1970, khi hợp đồng lao động bắt đầu hết hiệu lực, thì Graham lên danh sách những nhà đàm phán lao động kiên định với công đoàn. Năm 1974, công ty đánh bại một vụ bãi công của nhân viên tờ báo Guild và sau cuộc thương lượng kéo dài, công ty in đã chấp nhận ký kết một hợp đồng mới.

Thời gian đầu những năm 1970, Forbes viết: “Điều tốt đẹp nhất có thể nói về kết quả hoạt động của Washington Post đó là nó xếp hạng C danh dự về khả năng lợi nhuận”. Lợi nhuận biên trước thuế năm 1973 là 10,8%, thấp hơn hẳn lợi nhuận biên 15% trong lịch sử của công ty những năm 1960. Sau vụ thương lượng hợp đồng thành công, vận mệnh của công ty được cải thiện đáng kể. Tới năm 1978, lợi nhuận biên đạt mức 19,3%, tăng 80% trong vòng năm năm.

Lời dự đoán của Buffett đã trở thành sự thực. Tới năm 1988, lợi nhuận trước thuế của Washington Post đạt mức 31,8%, so với mức trung bình của ngành báo chí là 16,9% và chỉ số S&P là 8,6%. Mặc dù, trong những năm gần đây, lợi nhuận biên của công ty giảm đôi chút nhưng vẫn duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với tỉ lệ trung bình của ngành.

Giả thuyết 1 đô la

Mục tiêu của Buffett là lựa chọn những công ty mà mỗi đô la của lợi nhuận giữ lại được chuyển thành ít nhất một đô la giá trị thị trường. Đây là bài kiểm tra để nhanh chóng xác định được những công ty có nhà quản lý có thể đầu tư vốn của công ty tối ưu. Nếu lợi nhuận giữ lại được đầu tư vào nội bộ công ty và tạo ra lợi nhuận trên mức trung bình, thì bằng chứng sẽ là sự gia tăng tương ứng giá trị thị trường của công ty.

Vào thời điểm nhất định, điều đó đã diễn ra. Mặc dù thị trường chứng khoán theo dõi giá trị của công ty trong một thời gian dài, trong một năm nào đó, giá cả sẽ xoay chuyển vì những lý do khác ngoài giá trị. Buffett giải thích điều tương tự cũng xảy ra đối với phần lợi nhuận được giữ lại. Nếu một công ty sử dụng lợi nhuận giữ lại không hiệu quả trong một thời gian dài, thì cuối cùng, thị trường sẽ định giá cổ phiếu của công ty đó một cách đáng thất vọng. Ngược lại, nếu công ty dành được lợi nhuận trên nguồn vốn tăng thêm trên trung bình, thì giá chứng khoán tăng sẽ cho thấy sự thành công.

Buffett tin rằng nếu ông lựa chọn một công ty có triển vọng kinh tế trong dài hạn tương đối khả quan do những nhà quản lý có khả năng và luôn hướng về cổ đông, thì minh chứng sẽ phản ánh trong giá trị thị trường tăng của công ty. Ông sử dụng một bài kiểm tra nhanh: Giá trị thị trường của một công ty tăng nên ít nhất phù hợp với số lợi nhuận được giữ lại. Nếu giá trị tăng cao hơn lợi nhuận được giữ lại thì tình hình thậm chí còn tốt hơn rất nhiều. Tóm lại, Buffett giải thích rằng: “Nhiệm vụ của bạn là phải lựa chọn một doanh nghiệp có những đặc điểm cho phép một đô la lợi nhuận giữ lại được chuyển thành ít nhất một đô la giá trị thị trường”.

Công ty Coca-Cola

Kể từ năm 1988, khi Buffett bắt đầu mua chứng khoán, tình trạng giá của Coca-Cola quả là phi thường. Từ 10 đô la một cổ phiếu, giá chứng khoán đã tăng lên 45 đô la vào năm 1992. Trong suốt thời gian này, Coca-Cola đã đánh bại hoàn toàn chỉ số S&P 500.

Giữa những năm 1989 và 1999, giá thị trường của Coca-Cola tăng từ 25,8 tỉ đô la lên 143,9 tỉ đô la. Đặt tỉ lệ tăng trưởng này vào một hoàn cảnh khác, hãy xem xét điều này: Một vụ đầu tư 100 đô la vào cổ phiếu thường vào ngày 31 tháng 12 năm 1989, với cổ tức tái đầu tư, thì 10 năm sau mức tăng trưởng theo giá trị trước thuế lên tới 681 đô la, đạt mức lợi nhuận gộp trung bình hàng năm là 21%. Trong cùng giai đoạn 10 năm này, công ty tạo ra 26,9 tỉ đô la lợi nhuận, thanh toán 10,5 tỉ đô la cổ tức cho cổ đông, và giữ lại 16,4 tỉ đô la để tái đầu tư. Mỗi đô la công ty giữ lại đã tạo ra 7,2 đô la theo giá trị thị trường.

Năm 2003, vụ đầu tư trị giá 1.023 tỉ đô la ban đầu của Berkshire vào Coca-Cola đáng giá hơn 10 tỉ đô la.

Công ty Gillette

Từ năm 1998, khi Buffett lần đầu tiên tham gia vào công ty, tới năm 1992, giá trị thị trường của Gillette tăng lên 9,3 tỉ đô la. Trong suốt thời gian này, công ty thu được 1,6 tỉ đô la, phân phối 582 triệu đô la cho các cổ đông, và giữ lại 1,011 tỉ đô la để tái đầu tư. Với mỗi đô la giữ lại, giá trị thị trường của công ty tăng lên 9,21 đô la.

***

Nghiên cứu sâu cơ cấu tài chính của một công ty không phải là nhiệm vụ giản đơn, và đối với bất kỳ ai không phải là Warren Buffett, nghiên cứu tất cả những số liệu này khi công ty là công ty tư nhân rõ ràng là điều không thể. Tuy vậy, như Buffett nói với chúng ta, nỗ lực luôn luôn đem lại kết quả, bởi vì nó gợi mở nguồn thông tin quan trọng.

Như chúng ta biết, các vụ scandal kế toán nối tiếp nhau ngày càng trở nên quan trọng đối với những nhà đầu tư muốn nghiên cứu sâu lĩnh vực tài chính. Không có gì đảm bảo rằng bằng nỗ lực này bạn sẽ khám phá được đầy đủ sự thật, nhưng bạn sẽ có nhiều cơ hội phát hiện ra những con số giả mạo hơn là bạn không làm gì cả. Như Buffett nhận xét: “Các nhà quản lý luôn luôn mong muốn thu được những con số, thì ở một điểm nào đó sẽ tạo ra những con số”. Mục tiêu của bạn là bắt đầu học cách tìm ra sự chênh lệch.

8. HƯỚNG DẪN ĐẦU TƯ

Nguyên lý giá trị

Tất cả các quy tắc trong những nguyên lý được đề cập từ trước đến nay đều dẫn tới một điểm mấu chốt: mua hay không mua cổ phiếu của một công ty. Lúc này, bất cứ nhà đầu tư nào cũng phải cân nhắc hai yếu tố: Công ty này có giá trị tốt không? Và bây giờ có phải thời điểm thích hợp để mua, hay mức giá này có hợp lý không?

Thị trường chứng khoán thiết lập giá. Nhà đầu tư xác định giá trị sau khi cân nhắc tất cả các thông tin về tình hình kinh doanh, quản lý và tài chính của công ty. Giá cả và giá trị không nhất thiết phải bằng nhau. Như Warren Buffett thường nhấn mạnh:"Giá cả là thứ bạn phải trả. Giá trị là thứ bạn thu được".

Nếu thị trường chứng khoán hoạt động thực sự hiệu quả, giá cả sẽ ngay lập tức được điều chỉnh phù hợp với tất cả các thông tin sẵn có. Tất nhiên, chúng ta biết điều này không xảy ra. Vì nhiều lý do, giá cổ phiếu thường dao động xung quanh giá trị của công ty và không tuân theo một quy tắc nào cả.

Thật tệ nếu đi ngủ mà vẫn nghĩ về giá của cổ phiếu. Chúng ta hãy nghĩ về giá trị và kết quả của công ty. Thị trường chứng khoán phục vụ bạn, chứ không hướng dẫn bạn.

WARREN BUFFETT, 2003

Theo lý thuyết, các nhà đầu tư đưa ra quyết định dựa trên sự chênh lệch giữa giá cả và giá trị. Nếu giá của một cổ phiếu thấp hơn giá trị thực của nó, thì các nhà đầu tư thông minh sẽ mua vào. Còn nếu giá cao hơn giá trị thực, nhà đầu tư sẽ bỏ qua.

Khi một công ty đang hoạt động theo chu kỳ kinh tế, một nhà đầu tư có đầu óc kinh doanh định kỳ sẽ đánh giá lại giá trị của công ty dựa trên giá thị trường, từ đó quyết định mua vào, bán ra hay giữ lại cổ phiếu.

Tóm lại, đầu tư hợp lý gồm hai bước:

1. Xác định giá trị doanh nghiệp.

2. Chỉ mua vào khi giá hợp lý, tức là khi doanh nghiệp bán cổ phiếu với giá thấp hơn đáng kể so với giá trị thực.

Tính toán giá trị doanh nghiệp

Nhiều năm qua, các nhà phân tích tài chính đã sử dụng rất nhiều công thức để xác định giá trị thực của một doanh nghiệp. Một số nhà phân tích thích sử dụng các phương pháp nhanh gọn: tỷ lệ giá trên lợi nhuận (P/E) thấp, giá trị của giá bán trên giá trị sổ sách thấp, và cổ tức cao. Nhưng theo Buffett, hệ thống do John Burr Williams xác lập 60 năm trước mới là hệ thống chính xác nhất. Buffett và nhiều người khác đã sử dụng công thức chiết khấu cổ tức được trình bày trong cuốn sách The Theory of Investment Value (Lý thuyết giá trị đầu tư) của Williams như là phương pháp tốt nhất để xác định giá trị chứng khoán.

Giải thích phương pháp của Williams, Buffett khẳng định giá trị doanh nghiệp là tổng các luồng tiền mặt (tức là lợi nhuận chủ sở hữu) dự đoán sẽ thu được trong suốt thời gian tồn tại của doanh nghiệp, đã được chiết khấu bởi tỷ lệ lãi suất hợp lý. Ông coi đây là một tiêu chuẩn thích hợp để đánh giá các loại hình đầu tư khác nhau: trái phiếu chính phủ, trái phiếu công ty, cổ phiếu thường, chung cư cao tầng, giếng dầu, và nông trại.

Buffett đưa ra cách tính tương tự khi định giá trái phiếu. Thị trường trái phiếu mỗi ngày tính tổng các phiếu lãi có kỳ hạn của một trái phiếu và chiết khấu những phiếu lãi này theo lãi suất hiện hành. Việc này xác định giá trị trái phiếu. Để xác định giá trị doanh nghiệp, nhà đầu tư sẽ ước lượng giá trị "các phiếu lãi" mà doanh nghiệp thu được trong một giai đoạn nhất định của tương lai, rồi sau đó trừ đi tất cả các phiếu lãi tại thời điểm hiện tại. Buffett cho rằng "tất cả các doanh nghiệp được định giá theo cách này, từ các nhà sản xuất roi ngựa cho tới những người điều hành mạng lưới điện thoại di động, đều trở nên ngang hàng về mặt kinh tế".

Tóm lại, tính toán giá trị hiện tại của một doanh nghiệp có nghĩa là dự đoán tổng lợi nhuận doanh nghiệp đó thu được trong suốt quá trình hoạt động, rồi sau đó trừ đi tổng thu nhập tại thời điểm hiện tại (Chú ý là "lợi nhuận" mà Buffett nói đến là lợi nhuận chủ sở hữu, hay luồng tiền mặt ròng được điều chỉnh theo chi phí sản xuất như đã đề cập ở Chương 7).

Chúng ta sẽ áp dụng tất cả những đặc điểm kinh doanh của công ty để dự đoán lợi nhuận trong tương lai như tình trạng tài chính, chất lượng quản lý. Với phần hai của công thức, chúng ta chỉ cần quyết định chọn tỷ lệ chiết khấu thích hợp, cao hơn mức chiết khấu hiện tại.

Buffett đảm bảo một điểm: Ông chỉ tìm kiếm những công ty có lợi nhuận có thể dự đoán tương đối chắc chắn trong tương lai như lợi nhuận của trái phiếu. Nếu một công ty hoạt động với khả năng doanh lợi ổn định và là một công ty đơn giản, dễ hiểu, thì Buffett tin rằng ông có thể xác định lợi nhuận trong tương lai của công ty với mức độ chắc chắn cao. Nếu không đủ tự tin dự

đoán luồng tiền trong tương lai của doanh nghiệp đó, ông sẽ không thể cố gắng định giá nó. Đơn giản là ông sẽ bỏ qua.

Để định giá chính xác doanh nghiệp, bạn nên nắm rõ tất cả các luồng tiền sẽ được phân bổ chính xác nhất từ bây giờ đến một ngày cụ thể trong tương lai và chiết khấu chúng về hiện tại với một tỷ lệ lãi suất thích hợp. Mức độ chắc chắn của bạn khi dự đoán sự di chuyển của các luồng tiền mặt là một phần của phương trình. Một vài doanh nghiệp dễ dự đoán hơn các doanh nghiệp khác. Nhưng chúng ta chỉ cần quan tâm đến những doanh nghiệp có thể dự đoán được.

WARREN BUFFETT, 1988

Đây chính là điểm mấu chốt mà Buffett muốn đề cập. Mặc dù thấy rằng Microsoft là một công ty năng động và đánh giá cao vai trò quản lý của Bill Gates, Buffett thừa nhận ông không thể tìm ra cách dự đoán thu nhập bằng tiền mặt của công ty này. Đây chính là điều ông muốn nói đến trong "vòng tròn khả năng". Ông không biết nhiều về công nghệ, kỹ thuật để dự đoán tiềm năng thu nhập dài hạn của bất cứ công ty nào hoạt động trong lĩnh vực này. Những công ty này nằm ngoài "vòng tròn khả năng" của ông.

Điều này dẫn chúng ta tới yếu tố thứ hai trong công thức: Đâu là tỷ lệ chiết khấu hợp lý? Câu trả lời của Buffett rất đơn giản: Đó chính là tỷ lệ được coi là không có rủi ro. Trong nhiều năm, ông đã áp dụng tỷ lệ chiết khấu hiện tại lúc đó cho trái phiếu chính phủ dài hạn. Vì Chính phủ Mỹ gần như chắc chắn 100% sẽ thanh toán phiếu lãi chính phủ trong hơn ba mươi năm tới, nên chúng ta có thể nói rằng đây là mức chiết khấu không có rủi ro.

Khi lợi tức của một trái phiếu thấp hơn 7%, Buffett tăng tỷ lệ chiết khấu lên 10%, và đó là cách ông thường áp dụng ngày nay. Nếu tỷ lệ lãi suất tự điều chỉnh tăng lên trong một khoảng thời gian, ông đã dự đoán thành công tỷ lệ chiết khấu so với tỷ lệ dài hạn. Còn nếu không, ông sẽ tăng biên độ an toàn lên thêm ba điểm nữa.

Một số viện sĩ hàn lâm phê phán rằng nếu không quan tâm đến sức mạnh của công ty, thì không công ty nào có thể đảm bảo thu nhập bằng tiền mặt trong tương lai chắc chắn như trái phiếu. Do đó, họ đòi hỏi tỷ lệ chiết khấu thích hợp hơn bằng tỷ lệ lợi nhuận không rủi ro cộng với lợi tức bù đắp rủi ro cổ phiếu, lợi tức này được thêm vào để đảm bảo cho sự không chắc chắn của luồng tiền mặt trong tương lai. Buffett không cộng thêm lợi tức bù đắp rủi ro. Thay vào đó, ông tin tưởng vào việc cương quyết theo đuổi các công ty có thu nhập ổn định, có thể dự đoán được và lớn hơn biên độ an toàn khi mua vào ở mức chiết khấu cao. Buffett nói: "Tôi chắc chắn rằng nếu bạn cũng làm như vậy, thì toàn bộ suy nghĩ về tỷ lệ rủi ro chẳng có ý nghĩa gì với tôi nữa".

Coca-Cola

Lần đầu tiên Buffett mua cổ phiếu của Coca-Cola là vào năm 1988. Lúc đó, có người hỏi: "Giá trị của Coca-Cola là bao nhiêu?". Tại sao Buffett sẵn sàng trả cao gấp 5 lần giá trị sổ sách của công ty với mức lợi suất 6,6%? Ông lại tiếp tục nhắc nhở chúng ta nguyên nhân là do giá cả không nói cho chúng ta biết nhiều về giá trị, và ông tin giá trị của Coca-Cola rất tốt.

Đầu tiên, Coca-Cola đạt 31% lợi nhuận trên vốn cổ phần trong khi chi phí thuê mướn nhân công tương đối thấp so với vốn đầu tư. Quan trọng hơn, Buffett có thể nhận ra sự khác biệt do tài năng quản lý của Roberto Goizueta đem lại. Nhờ Goizueta thanh lý việc kinh doanh thất thu và tái đầu tư khôi phục ngành kinh doanh nước ngọt có tiềm năng sinh lợi cao, Buffett đã biết thu nhập tài chính của Coca-Cola đang dần cải thiện. Hơn nữa, Goizueta đang mua cổ phiếu của Coca-Cola trên thị trường. Việc làm này thậm chí sẽ còn làm tăng thêm giá trị kinh tế của công ty. Buffett đưa tất cả các thông tin này vào bảng tính toán giá trị. Chúng ta hãy cùng ông xem xét bảng tính toán.

Năm 1988, lợi nhuận chủ sở hữu của Coca-Cola là khoảng 828 triệu đô la. Vào thời điểm đó, Trái phiếu kho bạc Mỹ thời hạn 30 năm (chiết khấu không rủi ro) được bán với mức lãi suất gần 9%. Do đó, năm 1988, lợi nhuận chủ sở hữu của Coca-Cola chiết khấu 9% có giá trị thực tế là 9,2 tỷ đô la. Khi Buffett mua Coca-Cola với thị giá cao hơn 60% là 14,8 tỷ đô la, nhiều nhà quan sát cho rằng ông trả giá quá cao. Nhưng 9,2 tỷ đô la thể hiện giá trị lợi nhuận chủ sở hữu đã được chiết khấu của Coca-Cola tại thời điểm đó. Nếu Buffett sẵn sàng trả giá cao hơn, chắc hẳn là do ông nhận thấy cơ hội nắm giá trị của Coca-Cola chính là cơ hội phát triển trong tương lai.

Khi công ty có khả năng tăng lợi nhuận chủ sở hữu mà không cần thêm vốn, đó là thời điểm thích hợp để chiết khấu lợi nhuận chủ sở hữu với tỷ lệ bằng mức chênh lệch giữa tỷ suất lợi nhuận không rủi ro với mức tăng lợi nhuận chủ sở hữu dự đoán. Khi phân tích Coca-Cola, chúng ta thấy kể từ năm 1981 đến năm 1988, mỗi năm lợi nhuận chủ sở hữu tăng 17,8%, cao hơn chiết khấu lợi nhuận không có rủi ro. Khi điều đó xảy ra, các nhà phân tích sẽ sử dụng công thức chiết khấu gồm hai bước. Các nhà đầu tư thường dùng công thức này để tính toán thu nhập trong tương lai khi công ty tăng trưởng đột biến trong một vài năm và tăng trưởng liên tục ở tỷ lệ thấp hơn trong giai đoạn sau đó.

Chúng ta có thể sử dụng công thức hai bước này để tính toán giá trị luồng tiền mặt trong tương lai của công ty năm 1988 (xem bảng 8.1). Đầu tiên, giả định rằng trong vòng mười năm kể từ năm 1988, Coca-Cola tăng lợi nhuận chủ sở hữu lên 15% mỗi năm. Đây là giả định hợp lý. Đến năm thứ mười, 828 triệu đô la lợi nhuận chủ sở hữu ban đầu tăng lên 3.349 tỷ đô la. Chúng ta

tiếp tục giả định rằng kể từ năm thứ 11, tỷ lệ tăng trưởng giảm xuống 5% một năm. Sử dụng tỷ lệ chiết khấu 9% (tỷ lệ chiết khấu trái phiếu dài hạn tại thời điểm đó), chúng ta có thể tính toán lại giá trị của Coca-Cola năm 1988 là 48.377 tỷ đô la.

Nhưng chuyện gì sẽ xảy ra nếu trước đó chúng ta quyết định thận trọng hơn, và giả định mức tỷ lệ tăng trưởng khác? Nếu chúng ta giả định rằng Coca-Cola tăng 12% vốn chủ sở hữu một năm trong vòng 10 năm, năm thứ 11 là 5%, giá trị hiện tại của công ty được chiết khấu 9% là 38.163 tỷ đô la. Ở mức tăng trưởng 10% trong 10 năm và 5% cho năm tiếp theo, giá trị của Coca-Cola là 32.497 tỷ đô la. Nếu chúng ta giả định tỉ lệ tăng trưởng chỉ là 5% cho tất cả các năm, công ty vẫn có giá trị ít nhất là 20,7 tỷ đô la (828 triệu đô la chia bởi 9 đến 5%).

Gillette

Như đã đề cập ở Chương 4, tháng Bảy năm 1989, Berkshire đã mua cổ phần ưu đãi có thể chuyển đổi được trị giá 600 triệu đô la của Gillette. Sau khi chứng khoán chuyển đổi với tỷ lệ 2:1 vào tháng Một năm 1991, Berkshire đã chuyển đổi cổ phần ưu đãi lấy 12 triệu cổ phiếu thường, chiếm 11% cổ phiếu đang lưu hành của Gillette.

Hiện nay, khi Berkshire sở hữu cổ phiếu thường của Gillette với lãi suất là 1,7% thay vì cổ phiếu ưu đãi với lãi suất là 8,75%, vụ đầu tư của Berkshire vào Gillette không còn là chứng khoán có thu nhập cố định với tiềm năng lớn mà là sự chuyển thẳng cổ phần. Nếu Berkshire định giữ lại cổ phiếu thường, thì Buffett cần chắc chắn rằng Gillette là vụ đầu tư tốt.

Chúng ta biết Buffett hiểu công ty và triển vọng dài hạn của công ty rất thuận lợi. Tình hình tài chính bao gồm cả lợi nhuận trên vốn cổ phần và lợi nhuận trước thuế của Gillette đang tăng. Do đó, khả năng tăng giá dẫn tới tăng lợi nhuận trên vốn cổ phần trên tỷ lệ trung bình báo hiệu tiềm năng phát triển kinh tế của Gillette. Mockler, Giám đốc Điều hành của Gillette, quyết tâm giảm nợ dài hạn và nỗ lực tăng giá trị của cổ đông.

Tóm lại, công ty đáp ứng tất cả các điều kiện tiên quyết để mua vào. Điều Buffett đang cân nhắc là xác định giá trị công ty nhằm đảm bảo không mua Gillette với giá quá cao.

Lợi nhuận chủ sở hữu của Gillette cuối năm 1990 là 275 triệu đô la và tỷ lệ tăng trưởng hàng năm là 16% kể từ năm 1987. Mặc dù khoảng thời gian này quá ngắn để nhận xét đầy đủ về sự phát triển của công ty, nhưng chúng ta có thể bắt đầu đưa ra những giả định chắc chắn. Năm 1991, Buffett so sánh Gillette với Coca-Cola. Ông viết: “Coca-Cola và Gillette là hai hãng lớn nhất thế giới và chúng ta hy vọng thu nhập của họ sẽ tăng mạnh trong những năm tới”.

Đầu năm 1991, trái phiếu Chính phủ Mỹ thời hạn 30 năm được giao dịch với lãi suất 8,62%. Để thận trọng chúng ta sử dụng tỷ lệ chiết khấu 9% để xác định giá trị Gillette. Nhưng cũng giống như Coca-Cola, Gillette có khả năng tăng thu nhập vượt qua tỷ lệ chiết khấu. Do vậy, chúng ta phải sử dụng lại công thức chiết khấu hai bước. Nếu chúng ta giả định tỷ lệ tăng trưởng là 15% trong 10 năm và những năm tiếp theo là 5%, chiết khấu lợi nhuận chủ sở hữu của Gillette trong năm 1990 là 9%, thì giá trị của Gillette xấp xỉ 16 tỷ đô la. Nếu chúng ta điều chỉnh tỷ lệ tăng trưởng trong tương lai xuống 12%, giá trị của hãng sẽ xấp xỉ 12,6 tỷ đô la, và 10,8 tỷ đô la nếu tỷ lệ là 10%. Ở mức tăng trưởng lợi nhuận chủ sở hữu rất thận trọng là 7%, giá trị tối thiểu của Gillette là 8.5 tỷ đô la.

Công ty Washington Post

Năm 1973, tổng giá trị thị trường của tờ Washington Post là 80 triệu đô la. Nhưng Buffett khẳng định: “Hầu hết các nhà phân tích chứng khoán, môi giới truyền thông, và giám đốc truyền thông đều dự đoán giá trị thực của Washington Post là 400 triệu đô la tới 500 triệu đô la”. Làm thế nào Buffett có thể đưa ra dự đoán đó? Chúng ta hãy sử dụng suy luận của Buffett để xem xét các số liệu này.

Chúng ta sẽ bắt đầu từ việc tính toán lợi nhuận chủ sở hữu trong năm đó: doanh thu thuần (13,3 triệu đô la) cộng khấu hao và khấu hao dần (3,7 tỷ đô la) trừ đi chi phí sản xuất (6,6 tỷ đô la) bằng lợi nhuận chủ sở hữu năm 1973 là 10,4 triệu đô la. Nếu chúng ta chia thu nhập này cho lãi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ vào thời điểm đó (6,81%) thì giá trị của Washington Post sẽ đạt 150 triệu đô la, gần gấp đôi giá trị thị trường của công ty nhưng còn thấp hơn nhiều dự đoán của Buffett.

Buffett cho chúng ta biết rằng chi phí sản xuất của một tờ báo bằng chi phí khấu hao và khấu hao dần sau một khoảng thời gian. Do đó, doanh thu thuần sẽ xấp xỉ lợi nhuận chủ sở hữu. Biết được điều này, chúng ta có thể chia doanh thu thuần cho tỷ lệ chiết khấu không rủi ro và đạt giá trị là 196 triệu đô la.

Nếu chúng ta dừng lại ở đó, giả định sẽ cho thấy mức tăng của lợi nhuận chủ sở hữu sẽ bằng mức tăng lạm phát. Nhưng chúng ta biết rằng báo chí có quyền lực định giá khác thường, bởi vì hầu hết các cơ quan báo chí độc quyền trong lĩnh vực của họ, họ có thể tăng giá với tỷ lệ cao hơn lạm phát. Nếu chúng ta đưa ra giả định cuối cùng rằng Washington Post có khả năng tăng thực giá lên 3% thì giá trị của công ty sẽ đạt gần 350 triệu đô la. Buffett cũng biết rằng 10% lợi nhuận trước thuế của công ty thấp hơn 15% lợi nhuận trung bình thực tế của nó, và ông biết rằng Katherine Graham đã xác định là tờ báo này sẽ đạt mức lợi nhuận này thêm một lần nữa.

Nếu lợi nhuận trước thuế của hãng tăng lên 15%, giá trị hiện tại của hãng sẽ đạt 135 triệu đô la, nâng tổng giá trị thực lên 485 triệu đô la.

Wells Fargo

Giá trị của một ngân hàng đang làm ăn phát đạt bằng giá trị thuần cộng thu nhập dự kiến. Năm 1990, khi Berkshire Hathaway bắt đầu mua cổ phiếu của Wells Fargo, công ty này có thu nhập 600 triệu đô la trong những năm trước. Vào năm đó, tỷ lệ lãi suất trung bình của trái phiếu Chính phủ Mỹ thời hạn 30 năm xấp xỉ 8,5%. Để thận trọng, chúng ta có thể chiết khấu 9% thu nhập 600 triệu đô la của Wells Fargo năm 1989 và định giá ngân hàng ở mức 6,6 tỷ đô la. Năm 1990, khi Buffett mua chứng khoán Wells Fargo, ông đã trả 58 đô la cho 1 cổ phiếu. Với 52 triệu cổ phiếu chưa thanh toán, điều này tương đương với việc ông phải trả khoảng 3 tỷ đô la cho công ty - chiết khấu 55% giá trị của hãng.

Vào thời điểm đó, sau khi xem xét tất cả các vấn đề liên quan đến các khoản vay của ngân hàng, việc tranh cãi trong giới đầu tư tập trung vào vấn đề liệu Wells Fargo có khả năng sinh lợi hay không. Những người bán khống thì nói không, nhưng Buffett trả lời là có. Ông biết khá rõ rằng quyền sở hữu Wells Fargo chứa đựng một số rủi ro nhưng ông cảm thấy tự tin vào những phân tích của mình. Ông từng bước nghĩ tới một công thức hay giúp mọi người đánh giá các yếu tố đầu tư rủi ro.

Ông bắt đầu bằng những gì ông đã biết. Carl Reichard, lúc đó là Chủ tịch của Wells Fargo, đã điều hành công ty từ năm 1983 với những kết quả rất ấn tượng. Dưới sự lãnh đạo của ông, cả thu nhập và lợi nhuận từ cổ phiếu đều tăng trên trung bình và hiệu quả hoạt động của công ty được xếp vào hàng cao nhất nước. Reichard cũng xây dựng được danh mục các khoản vay đáng tin cậy.

Tiếp theo, Buffett hình dung ra những sự kiện sẽ gây nguy hại cho đầu tư và đưa ra ba khả năng. Sau đó, ông cố gắng tưởng tượng ra khả năng chúng có thể xảy ra. Thực tế, đây chính là bài tập về khả năng.

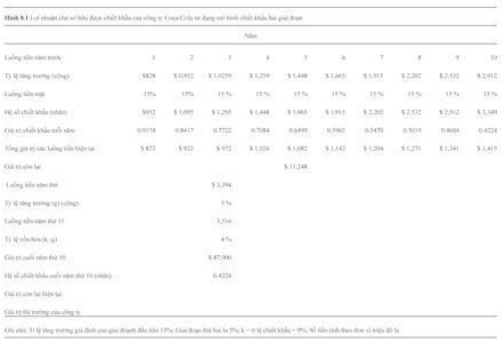
Rủi ro đầu tiên có thể xảy ra là động đất lớn sẽ ảnh hưởng xấu đến người đi vay và tiếp theo là những người cho vay. Rủi ro thứ hai rộng hơn: “Sự thu hẹp kinh doanh có hệ thống hay khủng hoảng tài chính quá nghiêm trọng sẽ gây nguy hiểm cho hầu hết các tổ chức quyền lực cao dù các tổ chức này được lãnh đạo sáng suốt thế nào”. Dĩ nhiên cả hai rủi ro này đều không thể bị loại trừ hoàn toàn nhưng dựa trên những bằng chứng cụ thể nhất, Buffett kết luận rằng khả năng xảy ra của cả hai đều rất thấp.

Rủi ro thứ ba, và cũng là rủi ro được thị trường quan tâm nhất lúc đó là giá trị tài sản thực tế ở phương Tây sẽ sụt giảm nhanh chóng do xây dựng quá mức và "gây ra nhiều khoản thua lỗ lớn cho các ngân hàng đã mở rộng đầu tư". Vấn đề này nghiêm trọng như thế nào?

Buffett giải thích rằng sự sụt giảm giá trị tài sản đáng kể sẽ không gây ra các vấn đề nghiêm trọng cho các ngân hàng được quản lý tốt như Wells Fargo. Ông giải thích "hãy xem xét một vài thuật toán". Buffett biết rằng Wells Fargo có thu nhập trước thuế hàng năm là 1 tỷ đô la, sau khi bù đắp trung bình khoảng 300 triệu đô la cho các tổn thất cho vay. Ông chỉ ra nếu 10% trong số 48 tỷ đô la cho vay năm 1991, trừ các khoản vay tài sản thực tế còn có tất cả các khoản vay của ngân hàng, là các khoản vay có vấn đề và gây thua lỗ, bao gồm lãi suất trung bình là 30% giá trị chính của khoản vay, thì Wells Fargo vẫn hòa vốn.

Theo Buffett, khả năng rủi ro này xảy ra thấp. Nhưng nếu Wells Fargo vẫn hòa vốn dù không có thu nhập trong một năm, thì Buffett sẽ không do dự. "Một năm như vậy, năm mà chúng ta chỉ coi là ít có khả năng chứ không phải không có khả năng xảy ra, sẽ không khiến chúng ta lo lắng".

Sức hấp dẫn của Wells Fargo tăng lên khi Buffett có khả năng mua cổ phiếu với mức giá thấp hơn 50% giá trị. Việc đầu tư của ông mang lại kết quả tốt. Cuối năm 1993, giá cổ phiếu của Wells Fargo là 137 đô la một cổ phiếu, gần gấp ba lần giá Buffett mua ban đầu.



Mua ở mức giá hấp dẫn

Theo Buffett, chú ý vào những công ty có thể phân tích được, có lợi nhuận bền vững, do các nhà quản lý hướng tới lợi ích của cổ đông điều hành dù rất quan trọng, nhưng bản thân các công ty sẽ không đảm bảo đầu tư thành công. Vì vậy, ban đầu ông phải mua ở những mức giá nhạy cảm, và sau đó, công ty phải hoạt động đúng như những dự đoán của ông. Điều thứ hai không phải luôn dễ kiểm soát nhưng lại rất quan trọng là: Nếu giá cả không hợp lý, ông sẽ bỏ qua.

Mục tiêu cơ bản của Buffett là xác định những công ty có thu nhập trên mức trung bình, và sau đó mua cổ phiếu của các công ty này với giá thấp hơn giá trị thực. Graham dạy Buffett biết được

tầm quan trọng của việc chỉ mua cổ phiếu khi chênh lệch giữa giá và giá trị ở biên độ an toàn. Hiện nay, đây vẫn là nguyên tắc chỉ đường cho ông, dù cộng sự Charlie Munger đôi lúc khuyến khích ông trả cao hơn cho các công ty nổi tiếng.

Cơ hội đầu tư lớn đến khi một công ty danh tiếng gặp phải tình huống bất thường dẫn tới không thể định giá chứng khoán.

WARREN BUFFETT, 1988

Nguyên tắc biên độ an toàn hỗ trợ Buffett theo hai hướng. Đầu tiên, nó bảo vệ ông khỏi rủi ro sụt giá. Nếu ông tính toán giá trị của công ty chỉ cao hơn giá cổ phiếu một chút, ông sẽ không mua cổ phiếu. Ông giải thích rằng nếu giá trị thực của công ty thậm chí chỉ giảm một chút thì giá cổ phiếu cuối cùng cũng sẽ giảm, và có thể còn thấp hơn cả giá mà ông đã trả. Nhưng khi chênh lệch giữa giá và giá trị đủ lớn thì rủi ro giảm giá trị sẽ ít hơn. Nếu Buffett có thể mua cổ phiếu của công ty ở mức 75%, giá trị thực (thấp hơn 25%) và sau đó giá trị giảm 10%, giá mua ban đầu vẫn sẽ mang lại thu nhập thỏa đáng.

Biên độ an toàn còn tạo cơ hội đem lại những khoản thu nhập bất thường từ cổ phiếu. Nếu Buffett xác định chính xác một công ty có lợi nhuận kinh tế trên mức trung bình, thì giá trị cổ phiếu của công ty đó sẽ tăng đều đặn trong dài hạn. Nếu công ty đều đặn có thu nhập 15% trên cổ phiếu, thì mỗi năm giá cổ phiếu của công ty sẽ tăng cao. Hơn nữa, bằng việc sử dụng biên độ an toàn, nếu Buffett có thể mua cổ phiếu đang lưu hành của công ty với giá thấp hơn đáng kể so với giá trị thực thì Berkshire sẽ thu được tiền lãi cổ tức bổ sung khi thị trường điều chỉnh giá của công ty. Buffett nói: “Giống như Chúa, thị trường giúp những người biết giúp chính bản thân họ. Song không giống Chúa, thị trường không tha thứ cho những người không biết họ làm gì”.

VÍ DỤ ĐIỂN HÌNH

LARSON - JUHL, 2001

Cuối năm 2001, Warren Buffett mua cổ phiếu của Larson, một đại lý cung cấp vật liệu làm khung tranh theo đơn đặt hàng với giá 223 triệu đô la tiền mặt. Đây chính là một công ty mà Buffett mơ ước: một công ty có tình hình tài chính tốt, quản lý hiệu quả, có tiếng tăm trong lĩnh vực hoạt động, và cổ phiếu đang giảm giá trong ngắn hạn tạo nên một mức giá hấp dẫn.

Công ty này do Craig Ponzio, một nhà thiết kế và kinh doanh có tài, sở hữu 100% vốn. Khi còn học đại học, ông làm việc cho một trong những cơ sở sản xuất của Hãng khung tranh Larson và cuối cùng mua lại công ty này vào năm 1981. Bảy năm sau, ông mua lại đối thủ cạnh tranh là

Jhul-Pacific, thành lập nên công ty hiện nay có tên Larson-Jhul. Khi Ponzio mua lại Larson vào năm 1981, doanh thu bán hàng mỗi năm của công ty là 3 triệu đô la; năm 2001, doanh thu bán hàng của Larson-Juhl đạt hơn 300 triệu đô la.

Buffett rất đỗi khâm phục thành tích đó.

Ông cũng khâm phục cơ cấu hoạt động của Larson-Juhl. Larson-Juhl sản xuất và bán vật liệu mà các cửa hàng làm khung theo yêu cầu sử dụng như máy chuyên dụng để làm khung, tấm đệm, kính, và đinh đã được phân loại. Các cửa hàng trong vùng trưng bày nhiều mẫu khung tranh có sẵn nhưng hầu như không có sản phẩm. Khi khách hàng chọn được một mẫu khung, của hàng phải đặt nguyên vật liệu. Và Larson-Juhl đã thấy được điều đó. Thông qua mạng lưới của công ty bao gồm 23 chi nhánh sản xuất và phân phối trải dài trên khắp nước Mỹ, công ty đáp ứng đơn đặt hàng trong thời gian ngắn nhất. Các nhà phân tích nói rằng nguyên liệu được đáp ứng ngay ngày hôm sau cho khoảng 95% đơn đặt hàng.

Với tốc độ phục vụ phi thường như vậy, rất ít cửa hàng muốn thay đổi nhà cung cấp, ngay cả khi giá cao hơn. Buffett gọi đó là lợi thế cạnh tranh của Larson-Juhl: một lợi thế rõ ràng và bền vững so với đối thủ cạnh tranh. Tận dụng lợi thế đó, Larson càng được biết đến rộng rãi như công ty ưu tú trong lĩnh vực làm khung tranh. Những người điều hành các cửa hàng khung tranh đặt nguyên vật liệu tăng thêm một chút, sau đó cắt đúng theo kích thước khách yêu cầu. Nếu máy không cắt gọn, các chủ cửa hàng sẽ không thể có được những góc kín mà chính họ luôn hãnh diện. Họ nói thiết bị của Larson-Juhl luôn luôn tạo ra những góc cạnh hoàn hảo. Danh tiếng về chất lượng khiến Larson-Juhl không chỉ là công ty lớn nhất mà còn là công ty uy tín nhất trong ngành này.

Larson-Juhl bán hàng nghìn mẫu khung tranh và đáp ứng nhu cầu của hơn 18.000 khách hàng. Với tư cách là nhà cung cấp hàng đầu ở Mỹ, công ty có 33 chi nhánh ở châu Âu, châu Á và châu Úc.

Nói tóm lại, Larson-Juhl có rất nhiều phẩm chất mà Buffett tìm kiếm. Công ty có mô hình kinh doanh đơn giản và dễ hiểu, có lịch sử lâu đời, bền vững và là một trong những công ty hợp nhất đầu tiên có từ 100 năm trước. Tương lai của công ty có thể dự đoán được, có triển vọng dài hạn. Những đơn đặt hàng của khách như máy cắt, kính, đệm gần như không đổi do thay đổi công nghệ, nhu cầu của khách hàng đối với những tác phẩm nghệ thuật không thể biến mất.

Tuy nhiên, vào thời điểm đó, điều khiến Buffett thích thú là cơ hội mua được cổ phiếu của công ty với mức giá hấp dẫn do sự sụt giảm lợi nhuận mà ông tin rằng chỉ xảy ra trong ngắn hạn.

Trong năm tài chính 2001 (kết thúc vào tháng Tám), Larson có doanh thu thuần là 314 triệu đô la và 30,8 triệu đô la tiền mặt. Đó chính là sự giảm sút từ những năm trước. Năm 2000, doanh thu bán hàng là 361 triệu đô la và tiền mặt là 39,1 triệu đô la trong khi năm 1999, doanh thu bán hàng là 386 triệu đô la. Hiểu rõ phương pháp Buffett thường dùng để tính toán giá trị, chúng ta có thể dự đoán việc phân tích tài chính công ty Larson-Juhl của ông. Sử dụng tỷ lệ chiết khấu cổ tức tiêu chuẩn 10%, được điều chỉnh theo tỷ lệ tăng trưởng rất hợp lý là 3%, giá trị của công ty sẽ là 440 triệu đô la năm 2001 (30,8 triệu chia cho [10% - 3%]). Do đó, giá mua vào là 223 triệu đô la cho thấy giá trị rất tốt. Tình trạng kinh tế căn bản vững chắc của công ty và những số liệu giảm sút do hậu quả ngắn hạn của sự suy thoái kinh tế vào thời điểm đó cũng đã thuyết phục Buffett.

Vì tình huống này quá phổ biến nên Larson tiếp cận Berkshire theo cách riêng. Buffett kể lại cuộc trò chuyện này: “Mặc dù tôi chưa bao giờ nghe nói về Larson-Juhl trước khi Craig gọi điện nhưng một vài phút nói chuyện với ông đã khiến tôi nghĩ rằng chúng tôi sẽ thỏa thuận ký kết hợp đồng. Craig miêu tả trung thực về công ty, quan tâm đến những cổ đông và có óc thực tế về giá cả. Hai ngày sau, Craig và Giám đốc Điều hành Steve McKenzie tới Omaha và chúng tôi đã đạt được thỏa thuận trong vòng 90 phút”. Việc thỏa thuận chỉ kéo dài 12 ngày kể từ lần liên hệ đầu tiên đến khi hợp đồng được ký kết.

Coca-Cola

Kể từ khi Roberto nắm quyền kiểm soát Coca-Cola vào năm 1980, giá chứng khoán của công ty tăng lên mỗi năm. Trong năm năm, trước khi Buffett mua những cổ phiếu đầu tiên, giá cổ phiếu tăng ở mức trung bình 18% một năm. Tương lai của công ty tốt đẹp đến nỗi Buffett không thể mua thêm bất kỳ cổ phiếu nào ở mức giá hời nhất. Buffett vẫn không nản lòng. Như ông vẫn nhắc nhở chúng ta, giá cả không phản ánh giá trị.

Tháng Sáu năm 1988, giá cổ phiếu của Coca-Cola xấp xỉ 10 đô la một cổ phiếu. Trong 10 tháng tiếp theo, Buffett mua được 93.400.000 cổ phiếu, với giá bình quân là 10,96 đô la—gấp 15 lần thu nhập, 12 lần luồng tiền mặt, và năm lần giá trị sổ sách. Ông sẵn lòng trả cao như vậy vì uy tín cao của Coca-Cola, và vì ông tin rằng giá trị thực của công ty còn cao hơn nhiều.

Trong suốt khoảng thời gian Buffett mua cổ phiếu của hãng, giá trị trên thị trường chứng khoán của Coca-Cola trung bình là 15,1 tỷ đô la trong năm 1988 và 1989. Nhưng Buffett tin rằng giá thị thực của công ty còn cao hơn thế - khoảng 20 tỷ đô la (với giả định tăng trưởng 5%), 32 tỷ đô la (với giả định tăng trưởng 10%), 38 tỷ đô la (ở mức tăng trưởng 12%), thậm chí có thể là 48 tỷ đô la (nếu tăng trưởng 15%). Do đó, biên độ an toàn của Buffett - khoản chênh lệch với giá

trị nội tại - có thể thấp ở mức vừa phải là 27% hay thậm chí lên tới 70%. Cùng thời điểm đó, ông vẫn đặt niềm tin vào công ty. Khả năng giá cổ phiếu của Coca-Cola vượt hẳn tỷ suất lợi nhuận thị trường ngày càng rõ ràng (xem hình 8.1)

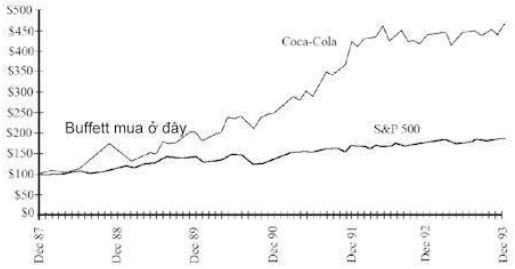
Vậy Buffett đã làm gì? Giữa năm 1988 và 1989, Berkshire Hathaway mua hơn 1 tỷ đô la cổ phiếu của Coca-Cola, chiếm 35% danh mục đầu tư cổ phiếu thường của Berkshire. Đó là một bước đi táo bạo. Điều đó cho thấy Buffett đã thực hiện một trong các nguyên tắc chủ đạo của ông: Khi khả năng thành công cao, hãy đặt cược lớn.

Gillette

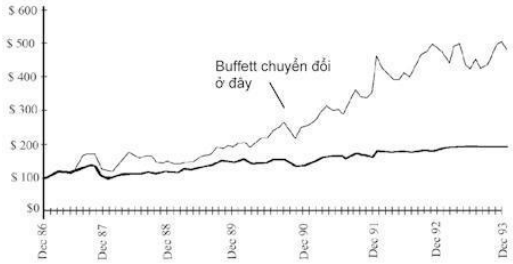
Từ năm 1984 tới năm 1990, thu nhập trung bình hàng năm từ cổ phiếu của Gillettle là 27%. Năm 1989, giá cổ phiếu tăng 48% và năm 1990, khi Berkshire chuyển đổi cổ phiếu ưu đãi của công ty thành cổ phiếu thường, giá cổ phiếu của Gillette tăng 28% (xem hình 8.2). Tháng Một năm 1991, giá cổ phiếu của Gillette đạt 73 đô la một cổ phiếu (trước khi chia), đạt mức giá kỷ lục. Vào thời điểm đó, công ty có 97 triệu cổ phiếu đang lưu hành. Khi Berkshire tiến hành chuyển đổi, tổng số cổ phiếu tăng lên tới 109 triệu. Giá trị cổ phiếu của Gillette trên thị trường chứng khoán là 8,03 tỷ đô la.

Dựa trên những giả định về sự tăng trưởng của Gillette, giá thị trường của công ty tại thời điểm chuyển đổi thấp hơn 50% so với giá trị (tăng 15% lợi nhuận chủ sở hữu), thấp hơn 37% (tăng 12%), hay thấp hơn 25% (tăng 10%)

Hình 8.1 Giá cổ phiếu thường của Coca-Cola so với chỉ số S&P 500



Hình 8.2 Giá cổ phiếu thường của Gillette so với chỉ số S&P 500



Công ty Washington Post

Việc tính toán giá trị hợp lý nhất chính là khi Buffett mua cổ phiếu của Washington Post với giá ít nhất bằng một nửa giá trị thực của hãng. Ông vẫn nghĩ rằng ông đã mua cổ phiếu của công ty với giá ít hơn một phần tư giá trị. Buffett thấy hài lòng với giả thuyết mua vào ở mức chênh lệch sẽ tạo ra biên độ an toàn của Ben Graham.

Công ty Pampered Chef

Người ta nói rằng Buffett mua phần lớn cổ phiếu của Pampered Chef với mức giá trong khoảng giữa 800 nghìn đô la và 900 nghìn đô la với lợi nhuận trước thuế là 20 đến 25%. Điều này có nghĩa là Pampered Chef được mua với giá cao gấp 4,3 đến 5 lần thu nhập trước thuế và 6,5 đến 7,5 lần thu nhập ròng, với giả định là thu nhập chịu thuế toàn bộ.

Với mức tăng thu nhập là 25% hoặc hơn và thu nhập ròng tính bằng tiền mặt chiếm phần lớn thu nhập đến gấp nhiều lần thu nhập, và với lợi nhuận trên vốn đầu tư rất cao, việc Pampered Chef được mua với mức chênh lệch đáng kể là điều chắc chắn.

VÍ DỤ ĐIỂN HÌNH

CÔNG TY FRUIT OF THE LOOM, 2002

Năm 2001, khi Fruit of the Loom đang hoạt động dưới sự giám sát của tòa án phá sản, Berkshire Hathaway đã đề nghị mua mảng may mặc của công ty (ngành kinh doanh chủ chốt) với giá 835 triệu đô la tiền mặt. Theo một điều khoản trong thỏa thuận phá sản của hãng, Fruit of the Loom buộc phải tiến hành bán đấu giá cạnh tranh. Tháng Một năm 2002, tòa án tuyên bố Berkshire là người chiến thắng trong cuộc đấu giá.

Vào thời điểm Berkshire đề nghị mua công ty, Fruit of the Loom có tổng nợ khoảng 1,6 tỷ đô la: 1,2 tỷ đô la nợ những người cho vay và những người nắm giữ trái phiếu có bảo đảm và 400 triệu đô la nợ những người nắm giữ trái phiếu không có bảo đảm. Theo các điều khoản của thỏa

thuận, các chủ nợ có bảo đảm nhận được khoảng 73 xu trên 1 đôla cho vay và 10 xu trên 1 đô la cho các chủ nợ không có bảo đảm.

Ngay trước khi tuyên bố phá sản vào năm 1999, công ty có 2,35 tỷ đô la tài sản, sau đó tiếp tục thua lỗ trong suốt quá trình tái cơ cấu. Đến ngày 31 tháng 10 năm 2000, giá trị tài sản còn lại là 2,02 tỷ đô la.

Do đó, nói đơn giản Buffett đã mua công ty với 2 tỷ đô la tài sản với giá 835 triệu đô la và thanh toán khoản nợ 1.6 tỷ đô la.

Nhưng đó chính là một động lực tốt. Không lâu sau khi Fruit of the Loom phá sản, Berkshire đã thanh toán được các khoản nợ của công ty (bao gồm cả trái phiếu và các khoản vay ngân hàng) chỉ bằng 50% giá trị danh nghĩa. Trong suốt giai đoạn phá sản, việc trả lãi cho những khoản nợ lâu năm vẫn tiếp tục đem lại cho Berkshire một khoản lợi nhuận khoảng 15%. Thực tế, Buffett mua một công ty nắm giữ tiền của ông, và cải tổ nó. Buffett giải thích: “Tài sản của chúng tôi đã tăng tới 10% nợ lâu năm của Fruit, cuối cùng điều này có thể đem lại cho chúng tôi khoảng 70% giá trị danh nghĩa. Thông qua vụ đầu tư này, chúng tôi gián tiếp giảm một chút giá mua toàn bộ công ty.

Warren Buffett là một trong số ít người có thể coi 105 triệu đô la là một “khoản tiền nhỏ”, nhưng thực tế sau khi tính đến việc trả lãi, mức giá thực để mua công ty chỉ vào khoảng 730 triệu đô la.

Vào thời điểm Tòa án phá sản xem xét việc trả giá của Berkshire, một phóng viên của tờ báo Omaha World-Herald đã hỏi nhà phân tích Travis Pascavis của Morningstar về vụ mua bán này. Ông lưu ý rằng các công ty như Fruit of the Loom thường bán dựa trên giá trị sổ sách, mà trong trường hợp này giá trị đó là 1,4 tỷ đô la. Do đó, với giá 835 triệu đô la (cuối cùng là 730 triệu đô la), Berkshire đã mua được công ty với giá hời.

Clayton Homes

Việc Berkshire mua cổ phiếu của Clayton không diễn ra thuận lợi do có một cuộc cạnh tranh hợp pháp về giá bán diễn ra.

Với giá 12,50 đô la một cổ phiếu, Buffett trả giá mua cổ phiếu của Clayton vào tháng Tư năm 2003 từ mức giá thấp là 11,49 đô la tới mức 15,58 đô la. Điều này khiến các chủ ngân hàng phải chuyển nhượng cổ phiếu sớm hơn một tháng. Ban Giám đốc của Clayton biện minh rằng vụ giao dịch là công bằng khi xem xét sự sụt giảm của ngành này lúc đó. Nhưng các cổ đông của Clayton

kiện ra tòa với lý do Berkshire trả giá quá thấp so với giá trị thực tế của cổ phiếu Clayton. Luật sư James J. Dorr của công ty TNHH Quản lý Đầu tư Orbis, người nắm giữ 5,4% cổ phiếu sáp nhập, đã tức giận nói: "Thực tế, do muốn mua cổ phiếu của các bạn nên chính Warren Buffett đã khuyên các bạn không nên bán, ít nhất là không bán ở mức giá không phải của ông ta đưa ra". Đối với một nhà đầu tư giá trị, có lẽ đó là một lời khen ngợi hết lời.

Warren Buffett bảo vệ lời đề nghị của mình. Khi cổ đông bỏ phiếu, ông viết "một công ty kinh doanh nhà di động trong thời kỳ khó khăn cần ít nhất 1 tỷ đô la vốn mỗi năm và phải đối mặt với sự sụt giảm doanh số bán hàng như Clayton sẽ tiếp tục gặp phải một giai đoạn khó khăn tìm kiếm nguồn tài chính". Ban Giám đốc của Clayton có vẻ tán thành. Sau đó, để bày tỏ lòng nhiệt tình đóng góp cho sự phát triển của Clayton, ông đề nghị sẽ tăng vốn của công ty lên 360 triệu mỗi năm ngay khi ông đưa ra lời đề nghị trả giá. Đến phút chót, Buffett và Ban Giám đốc của Clayton đã giành chiến thắng trong vụ kiện với các cổ đông trong gang tấc.

Kết luận

Đã hơn một lần, Warren Buffett nói rằng đầu tư chứng khoán thực sự đơn giản: Tìm những công ty hoạt động tốt do những người chân thật và tài giỏi điều hành và đang bán cổ phiếu thấp hơn giá trị nội tại. Chắc chắn, nhiều người từng nghe và đọc lời nhận xét này trong nhiều năm sẽ tự nhủ: "Dĩ nhiên, chuyện đó sẽ đơn giản nếu ông là Warren Buffett. Với tôi, nó không đơn giản đến vậy đâu".

Cả hai quan điểm trên đều đúng. Tìm kiếm những công ty hoạt động tốt sẽ mất thời gian, công sức, và không bao giờ dễ dàng. Nhưng đối với bước tiếp theo—xác định giá trị thực để bạn quyết định giá đã hợp lý hay chưa—lại là vấn đề đơn giản ẩn chứa trong những biến số thích hợp. Và đó chính là nơi thể hiện nguyên lý đầu tư trong những chương này:

• Nguyên lý kinh doanh giúp bạn tập trung vào các công ty tương đối dễ dự đoán. Nếu bạn trung thành với những công ty có lịch sử hoạt động nhất quán và triển vọng tốt, sản xuất chủ yếu các mặt hàng giống nhau trên những thị trường giống nhau, bạn sẽ ngày càng dự đoán được công ty đó hoạt động thế nào trong tương lai. Tương tự, hãy tập trung vào các công ty mà bạn hiểu biết, nếu không bạn sẽ không thể hiểu ảnh hưởng của những diễn biến mới.

• Nguyên lý quản lý giúp bạn tập trung vào những công ty được điều hành tốt. Những nhà quản lý tài giỏi có thể tạo ra thành công nổi bật của công ty trong tương lai.

• Kết hợp nguyên lý kinh doanh và quản lý đem lại khả năng dự đoán triển vọng thu nhập tương lai của công ty.

• Nguyên lý tài chính tiết lộ những số liệu mà bạn cần để xác định giá trị thực tế của công ty.

• Nguyên lý giá trị giúp bạn vượt qua việc tính toán cần thiết để đi đến câu trả lời cuối cùng: Dựa trên tất cả những điều bạn đã biết thì đây có phải là vụ mua bán tốt không?

Hai nguyên lý giá trị đóng vai trò quyết định. Nhưng đừng lo lắng quá nhiều nếu bạn không thể tập trung vào toàn bộ 10 nguyên lý khác. Đừng để bản thân bạn bị tê liệt bởi quá nhiều thông tin. Hãy cố gắng hết sức, khởi đầu, và tiếp tục tiến lên phía trước.

9. ĐẦU TƯ VÀO NHỮNG CHỨNG KHOÁN THU NHẬP CỐ ĐỊNH

Warren Buffett nổi tiếng trong thế giới đầu tư có lẽ bởi ông đã quyết định đầu tư vào cổ phiếu thường, và bởi ông là thành viên Hội đồng Quản trị của những công ty lớn như Coca–Cola, American Express, Washington Post và Gillette. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư của ông không chỉ giới hạn ở cổ phiếu. Ông còn mua các loại chứng khoán thu nhập cố định ngắn hạn và dài hạn. Danh mục đầu tư của ông gồm có tiền tệ, trái phiếu, và cổ phiếu ưu đãi. Warren Buffett thường xuyên đầu tư vào loại cổ phiếu này mỗi khi có cơ hội. Mục đích của ông luôn là tìm kiếm những khoản đầu tư đem lại lợi nhuận sau thuế cao nhất. Trong những năm gần đây, đầu tư vào chứng khoán thu nhập ổn định là đầu tư vào thị trường nợ, trong đó có trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp, cổ phiếu chuyển đổi, cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi, và thậm chí cả những junk bond có khả năng lợi nhuận cao.

Khi xem xét những vụ đầu tư trên, chúng ta sẽ thấy có gì đó quen thuộc, bởi lẽ Buffett đầu tư theo đúng phương pháp đầu tư cổ phiếu. Ông tìm kiếm biên độ an toàn, cam kết đầu tư chắc chắn, và mức giá thấp. Ông yêu cầu phải có sự quản lý mạnh mẽ và trung thực, hiệu quả trong việc sử dụng vốn, và tiềm năng lợi nhuận. Các quyết định của ông không phụ thuộc vào xu hướng hay những nhân tố tức thời của thị trường, mà dựa vào những cơ hội cụ thể khiến Buffett tin tưởng rằng có một số tài sản hay chứng khoán bị đánh giá thấp so với giá trị thực của chúng.

Đặc điểm này trong phong cách đầu tư của Buffett không được các tờ báo tài chính chú ý nhiều, nhưng lại có vai trò quan trọng trong danh mục đầu tư Berkshire. Năm 1922, chứng khoán thu nhập ổn định chiếm 20% danh mục đầu tư của Berkshire, còn hiện nay, tức 14 năm sau đó, con số này tăng lên đến 30%.

Lí do tại sao những khoản đầu tư có thu nhập ổn định tăng thật đơn giản. Đó là bởi vì chúng luôn đem lại những giá trị tốt nhất. Chính nhờ sự phát triển chắc chắn của danh mục đầu tư Berkshire Hathaway và sự thay đổi môi trường kinh doanh, trong đó có sự thiếu vắng những cổ phiếu được bán công khai mà ông thấy hấp dẫn, nên Buffett chuyển sang mua toàn bộ công ty hoặc mua những chứng khoán có thu nhập ổn định. Trong thư gửi cổ đông năm 2003, ông viết: “Thật khó có thể tìm được những cổ phiếu bị đánh giá quá thấp. Đây là một khó khăn càng lúc càng nghiêm trọng do sự phát triển chóng mặt của các quỹ”.

Cũng trong bức thư đó, Buffett giải thích, Berkshire sẽ tiếp tục thực hiện những phương pháp phân bổ vốn như trước đây: "Nếu cổ phiếu rẻ hơn giá trị của cả doanh nghiệp, chúng ta cần mua ồ ạt cổ phiếu đó. Nếu trái phiếu lựa chọn trở nên hấp dẫn như trong năm 2002, chúng ta nên đầu tư vào chúng. Dù trong bất kỳ điều kiện thị trường hay kinh tế nào, chúng ta vẫn có lợi khi mua những doanh nghiệp đáp ứng được các tiêu chuẩn của chúng ta. Với những doanh nghiệp đáp ứng đủ tiêu chuẩn, doanh nghiệp càng lớn đồng nghĩa với việc lợi nhuận nó mang lại càng cao. Hiện nay, chúng ta đang sử dụng không hợp lý nguồn vốn của mình. Đây là một thực tế thật đáng buồn nhưng còn đáng buồn hơn nếu chúng ta làm những việc ngốc nghếch. (Đây là kinh nghiệm của chính tôi)".

Ở một mức độ nào đó, trong danh mục đầu tư của Berkshire Hathaway luôn cần có chứng khoán thu nhập cố định vì lĩnh vực hoạt động của họ tập trung vào những công ty bảo hiểm. Để thực hiện nghĩa vụ với khách hàng, các công ty bảo hiểm phải đầu tư một phần tài sản vào những chứng khoán đem lại thu nhập cố định. Tuy nhiên, tỷ lệ phần trăm chứng khoán thu nhập cố định trong danh mục đầu tư của Berkshire vẫn thấp hơn nhiều so với những công ty bảo hiểm khác.

Nói chung, Buffett có xu hướng tránh đầu tư vào loại chứng khoán này (trừ những khoản đầu tư cần thiết trong danh mục bảo hiểm) khi ông cảm thấy xuất hiện nguy cơ lạm phát, hiện tượng có thể làm giảm sức mua trong tương lai, từ đó dẫn đến sự suy giảm giá trị trái phiếu. Mặc dù cuối những năm 1970, tỷ lệ lãi suất xấp xỉ bằng lợi nhuận thu được của gần như toàn bộ các thương vụ, nhưng Buffett vẫn không phải là người thuần túy mua trái phiếu dài hạn. Ông luôn cho rằng khả năng xảy ra lạm phát là rất cao. Trong một môi trường như vậy, giá trị của cổ phiếu thường sẽ suy giảm thực sự, còn giá trị của trái phiếu rõ ràng sẽ sụt hơn nhiều. Trong môi trường lạm phát phi mã, một công ty bảo hiểm đầu tư nhiều vào trái phiếu rất có thể sẽ trắng tay.

Có thể cùng lúc nhắc đến Buffett và trái phiếu là điều chưa bao giờ bạn nghĩ tới, nhưng sẽ chẳng có gì đáng ngạc nhiên khi chúng ta biết rằng ông đã áp dụng cùng một quy tắc khi định giá một công ty hay một cổ phiếu. Buffett là một nhà đầu tư nguyên tắc. Ông chỉ đầu tư tiền của mình khi nhìn thấy tiềm năng lợi nhuận. Khi đầu tư, ông đảm bảo định giá rủi ro cho các khoản đầu tư đó. Thậm chí ngay trong những giao dịch đem lại thu nhập ổn định, ông vẫn quan tâm nhiều tới việc điều hành, giá trị và hoạt động của công ty. Tuy không được nhiều người biết đến, phương thức đầu tư vào trái phiếu có thu nhập ổn định theo kiểu "trái phiếu như một doanh nghiệp" đã hỗ trợ Buffett rất nhiều.

Trái phiếu

Trung tâm cung cấp năng lượng công cộng Washington (WPPSS: Washington Public Power Supply System)

Năm 1983, Buffett quyết định đầu tư vào trái phiếu của Trung tâm cung cấp năng lượng công cộng Washington (WPPSS). Thương vụ này là một ví dụ rất rõ ràng thể hiện suy nghĩ của Buffett về những khoản lợi nhuận do đầu tư vào trái phiếu đem lại so với những khoản lợi nhuận thu được khi mua toàn bộ doanh nghiệp.

Ngày 25 tháng Bảy năm 1983, WPPSS (thường được gọi hài hước là Whoops) công bố tình trạng nợ 2,25 tỉ đô la trái phiếu địa phương nằm trong chương trình tài trợ cho công trình dở dang là hai lò phản ứng hạt nhân số 4 và số 5. Chính quyền bang cho rằng họ không có trách nhiệm phải trả tiền cho nguồn năng lượng mà trước đây họ hứa sẽ mua, nhưng cuối cùng lại không cần tới. Quyết định đó dẫn tới tình trạng nợ trái phiếu địa phương lớn nhất trong lịch sử nước Mỹ. Số tiền nợ lớn và thất bại hoàn toàn của WPPSS sau đó khiến thị trường thất vọng với những trái phiếu ngành năng lượng trong vài năm liền. Các nhà đầu tư bán tống bán tháo trái phiếu năng lượng. Điều này khiến giá trái phiếu giảm xuống và tỷ lệ lãi suất hiện tại ghi trên trái phiếu cao hơn.

Đám mây bao phủ Dự án số 4 và 5 của WPPSS đã lan ra cả các Dự án số 1, 2 và 3. Nhưng Buffett hiểu rõ sự khác nhau giữa hai nhóm dự án này. Ba dự án đầu là những dự án năng lượng vận hành và thuộc quyền quản lý trực tiếp của Cơ quan quản lý năng lượng chính phủ Bonneville. Tuy nhiên, vấn đề của dự án số 4 và 5 nghiêm trọng đến mức một số người dự đoán rằng những vấn đề ấy có thể làm suy giảm uy tín của Cơ quan năng lượng Bonneville.

Khi sở hữu các trái phiếu địa phương của WPPSS trong dự án 1, 2 và 3, Buffett đã đánh giá những rủi ro của chúng. Chắc chắn có nhiều khả năng những trái phiếu này sẽ rơi vào tình trạng không trả được nợ và rủi ro khi trả lãi có thể sẽ diễn ra trong một thời gian dài. Tuy nhiên, một dấu hiệu khác, có ý nghĩa trái ngược hoàn toàn cho thấy những trái phiếu này thực sự có giá trị. Theo đó, thậm chí Buffett còn không thể mua những trái phiếu này được chiết khấu tới mức giá chuẩn (mệnh giá). Khi mức giá lên cao nhất trong khoảng thời gian đó, những trái phiếu này cũng chỉ đáng giá 100 xu trên 1 đô la.

Ngay sau khi Dự án số 4, và số 5 rơi vào tình trạng không trả được nợ, Standard and Poor's ngừng đánh giá các Dự án số 1, 2, và 3. Giá thấp nhất ghi trên trái phiếu của ba dự án đầu giảm xuống chỉ còn 40 xu trên 1 đô la, và mang lại một khoản lợi nhuận là 15 – 17 % không đánh thuế. Giá cao nhất của trái phiếu giảm xuống còn 80 xu trên 1 đô la. Mức giá này có sinh lợi. Với thái độ bình tĩnh, từ tháng 10 năm 1983 đến tháng 6 năm 1984, Buffett mua hàng loạt trái

phiếu của Dự án số 1, 2, và 3. Cuối tháng Sáu năm 1984, Berkshire Hathaway sở hữu 139 triệu đô la trái phiếu của ba dự án này (bao gồm cả trái phiếu giá cao và trái phiếu giá thấp) với tổng mệnh giá lên tới 205 triệu đô la.

Berkshire đã đầu tư 139 triệu đô la vào trái phiếu WPPSS và hy vọng mỗi năm sẽ thu được 22,7 triệu đô la lợi nhuận sau thuế (giá trị tích luỹ hàng năm ghi trên trái phiếu WPPSS) bằng tiền mặt. Theo Buffett, vào thời gian đó, rất ít doanh nghiệp sẵn sàng mua vào với mức giá thấp hơn giá trị sổ sách và thu được 16,3% lợi nhuận trên vốn sau thuế. Buffett cho biết, nếu mua một công ty đang hoạt động, có thể thu được lợi nhuận sau thuế là 22,7 triệu đô la (45 triệu đô la trước thuế), thì Berkshire phải bỏ ra khoảng 250 tới 300 triệu đô la. Giả sử tìm được một công ty như vậy, Buffett vẫn sẽ vui vẻ trả số tiền lớn kia. Nhưng, như ông đánh giá, chỉ cần đầu tư một nửa số tiền trên cho trái phiếu của WPPSS, Berkshire vẫn thu được khoản lợi nhuận tương tự. Tuyệt vời hơn thế, Berkshire mua trái phiếu đó với mức giá chiết khấu 32% so với giá trị sổ sách.

Khi xem xét lại, Buffett thừa nhận, việc mua trái phiếu WPPSS hoá ra thành công hơn ông mong đợi. Trên thực tế, trong số những thành tựu kinh tế của năm 1983, trái phiếu này mang lại lợi nhuận cao nhất. Trước đây, Buffett mua trái phiếu WPPSS với giá thấp hơn nhiều so với mệnh giá. Còn lúc đó, giá của chúng tăng gấp đôi và đem lại khoản lợi nhuận 15% đến 17% trái phiếu không tính thuế. Buffett nói: “Mặc dù rất hài lòng trước những gì trái phiếu WPPSS mang lại, nhưng chúng tôi không thay đổi suy nghĩ tiêu cực về trái phiếu dài hạn. Làm thế chỉ khiến chúng tôi nuôi hy vọng đầu tư vào những chứng khoán bị người ta bêu xấu, bị thị trường đánh giá thấp”.

RJR Nabisco

Cuối những năm 1980, trên thị trường tài chính xuất hiện một công cụ đầu tư mới, thường được gọi là trái phiếu có tỷ suất lợi nhuận cao nhưng hiện nay, hầu hết nhà đầu tư đều gọi chúng là “trái phiếu rác” (trái phiếu có giá trị thấp, được xếp hạng BB).

Theo Buffett, những trái phiếu có tỷ suất lợi nhuận cao khác hẳn so với loại trái phiếu trước đó được Buffett gọi là “những thiên thần gục ngã”. Đây là thuật ngữ Buffett dùng để chỉ những trái phiếu sụt giảm giá trị vào thời điểm khó khăn, và bị các cơ quan chức năng đánh tụt hạng hệ số đáng tin cậy. Trái phiếu của WPPSS chính là “những thiên thần gục ngã”. Ông cho rằng những trái phiếu có tỷ suất lợi nhuận cao này chỉ là một dạng pha tạp của “những thiên thần gục ngã”. Trước khi được phát hành, chúng đã là trái phiếu rác.

Những tay môi giới trên sàn giao dịch phố Wall có khả năng tăng cường tính hợp pháp cho việc đầu tư vào trái phiếu rác bằng cách đưa ra kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ suất lợi nhuận cao hơn có thể bù đắp rủi ro của tình trạng vỡ nợ. Buffett phản đối và cho rằng, những con số thống kê đưa ra trước đó là vô nghĩa bởi vì chúng được tiến hành trên một nhóm các trái phiếu hoàn toàn khác với những trái phiếu rác hiện hành. Theo ông, thật phi lý khi cho rằng trái phiếu rác giống hệt như "những thiên thần gục ngã".

Đầu những năm 1980, trái phiếu rác càng trở nên kém giá trị hơn khi một trào lưu mới ồ ạt thâm nhập vào thị trường. Buffett ghi lại: "Hàng núi trái phiếu rác bị những người không quan tâm bán cho những kẻ không suy nghĩ. Và trên thị trường chẳng thiếu những kẻ mua và bán như vậy". Vào thời kỳ đỉnh điểm của giai đoạn nợ điên cuồng đó, Buffett dự đoán rằng một số doanh nghiệp tài chính chắc chắn sẽ sụp đổ khi các công ty có số nợ leo thang đang làm mọi cách để trả lãi. Năm 1989, hai tập đoàn Southmark và Integrated Resources đều rơi vào tình trạng không trả được nợ trái phiếu. Thậm chí tập đoàn Campeau, một tập đoàn bán lẻ có quyền phát hành trái phiếu rác, cũng tuyên bố, tập đoàn đang gặp khó khăn trong việc thực hiện nghĩa vụ trả nợ. Sau đó, ngày 13 tháng 10 năm 1989, tập đoàn UAL, với mục tiêu quản lý số tiền 6,8 triệu đô la đầu tư vào trái phiếu có lợi tức cao, cũng cho biết họ không thể tiếp tục đầu tư thêm. Những nhà mua bán chứng khoán song hành đã bán cổ phiếu thường của họ, và chỉ trong một ngày, chỉ số công nghiệp trung bình Dow Jones giảm tới 190 điểm.

Sự thất vọng khi đầu tư vào UAL, cộng với thua lỗ khi đầu tư vào Southmark và Integrated Resources khiến nhiều nhà đầu tư đặt dấu hỏi trước giá trị của những trái phiếu có tỷ suất lợi nhuận cao. Các nhà quản lý danh mục đầu tư bắt đầu loại bỏ loại trái phiếu này ra khỏi danh mục đầu tư của mình. Không có người mua, giá trái phiếu suy giảm nhanh chóng. Sau khi khởi đầu một năm với những khoản lợi nhuận đáng kể, thì sau đó, chỉ số trái phiếu có tỷ suất lợi nhuận cao của Merrill Lynch quay trở về con số khiêm tốn 4,2% khi so sánh với lợi nhuận 14,2 % của những trái phiếu được xếp hạng đầu tư. Cuối năm 1989, trái phiếu rác gần như bị loại khỏi thị trường.

Năm 1988, tập đoàn Kohlberg Kravis & Roberts mua thành công RJR Nabisco với giá 25 triệu đô la bằng nợ ngân hàng và trái phiếu rác. Mặc dù RJR Nabisco đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính của mình, nhưng khi thị trường trái phiếu rác suy giảm, thì giá trái phiếu RJR cũng suy giảm theo những loại trái phiếu rác khác. Năm 1989 và 1990, khi thị trường trái phiếu đi xuống, Buffett bắt đầu mua trái phiếu của RJR.

Vào thời gian đó, đa số các trái phiếu rác đều có vẻ kém hấp dẫn, nhưng Buffett nhận ra rằng RJR Nabisco đã bị trừng phạt không công bằng. Những sản phẩm ổn định của công ty có khả

năng lợi nhuận đủ để chi trả các khoản nợ. Thêm vào đó, RJR Nabisco đã bán thành công một phần doanh nghiệp với giá rất hấp dẫn, nhờ vậy tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của họ đã giảm. Buffett phân tích rủi ro khi đầu tư vào RJR và cuối cùng kết luận rằng mức độ tin cậy của công ty cao hơn mức những nhà đầu tư bán hết số trái phiếu của công ty dự đoán. Trái phiếu RJR có mức lãi suất là 14,4% (một mức lãi suất đáng chú ý), và mức giá bị đẩy xuống hứa hẹn tiềm năng lợi nhuận.

Chính vì vậy, giữa năm 1989 và 1990, Buffett đã mua 440 triệu đô la trái phiếu RJR ở mức giá thấp. Mùa xuân năm 1991, RJR Nabisco cho biết họ đã thu hồi được hầu hết trái phiếu rác khi mua lại chúng theo mệnh giá. Trái phiếu RJR tăng 34%, đem lại lợi nhuận là 150 triệu đô la cho Berkshire Hathaway.

Level 3 Communications

Năm 2002, Buffett mua hàng loạt trái phiếu có tỷ suất lợi nhuận cao khác, tăng mức nắm giữ loại chứng khoán này lên 8,3 tỉ đô la, gấp sáu lần. Trong đó có 65% là chứng khoán ngành năng lượng và khoảng 7 tỉ đô la được mua qua các công ty bảo hiểm Berkshire.

Trong thư gửi cổ đông năm 2002, Buffett viết: “Ban quản lý của Berkshire chúng tôi không cho rằng rủi ro tín dụng cùng với những chủ thể phát hành những công cụ này giảm xuống tương ứng với nhau”. Quan điểm này xuất phát từ một người không bao giờ lao vào những rủi ro không được tính toán, hay không được định giá. Với quan điểm này, ông còn viết: “Charlie và tôi ghét cay ghét đắng việc chấp nhận rủi ro, đặc biệt là những rủi ro không được đền bù xứng đáng. Theo cách này, chúng tôi thường xuyên thu được kết quả tốt đẹp khi đến ngày đáo hạn của trái phiếu”.

Ngoài việc định giá rủi ro, ông còn mua những chứng khoán có giá thấp hơn giá trị thực, thậm chí là ở mức giá thấp hơn rất nhiều, và chờ đợi cho đến khi thu được giá trị tài sản của chứng khoán đó.

Điều đặc biệt hấp dẫn ở những vụ mua trái phiếu là ở chỗ, rất có khả năng Buffett sẽ không mua cổ phần ở phần lớn những công ty này. Tuy nhiên, cuối năm 2003, những khoản đầu tư có tỷ suất lợi nhuận cao của Buffett tăng lên 1,3 triệu đô la, trong khi tổng thu nhập ròng của công ty trong năm đó là 8,3 triệu đô la. Khi thị trường của loại chứng khoán này tăng mạnh, một số loại cổ phiếu được rao bán. Lời bình luận của Buffett lúc đó chỉ đơn giản là: “Hôm qua chúng là cỏ dại, còn hôm nay lại là những bông hoa”.

Tháng Bảy năm 2002, có ba công ty đã đầu tư tổng cộng 500 triệu đô la vào loại trái phiếu có thể chuyển đổi trong 10 năm ở Broomfield, Colorado – nơi đặt trụ sở của Level 3 Communications, theo cách phân loại của Colorado. Trái phiếu này có tỉ lệ lãi suất ghi trên trái phiếu là 9% và giá chuyển đổi là 3,41 đô la, nhằm giúp công ty này đạt mục tiêu và tăng vốn cho công ty. Ba công ty này là Berkshire Hathaway (100 triệu đô la), Legg Mason (100 triệu đô la) và Longleaf Partners (300 triệu đô la).

Những công ty công nghệ cao bình thường không nằm trong mục tiêu của Buffet. Ông cũng thẳng thắn thừa nhận rằng ông không biết làm cách nào để xác định chính xác giá trị của những công ty công nghệ. Với Level 3, đây là một vụ mua bán đắt đỏ, nhưng nó đem lại tiền mặt và khoản tín dụng khi họ cần đến tiền. Về phần mình, Buffett đầu tư có lãi (9%) trên số vốn của mình. Lúc đó, Buffett khuyên các nhà đầu tư nên dự đoán tỉ lệ lãi suất là 7% tới 8% từ thị trường chứng khoán hàng năm, và như vậy, với mức 9%, ông là người dẫn đầu cuộc chơi.

Câu chuyện này còn thể hiện một đặc điểm đầu tư đặc trưng của Buffett, đó là sự tham gia quản lý và mối quan hệ cá nhân. Level 3 Communications là một công ty con thuộc một tập đoàn xây dựng ở Omaha có tên là Peter Kiewit Sons. Một người bạn của Buffett là Walter Scott Jr., là Chủ tịch danh dự của Kiewit và cũng là Chủ tịch của Level 3. Scott thường được mọi người gọi là cư dân đầu tiên của Omaha. Chính ông là động lực đứng đằng sau vườn thú, bảo tàng nghệ thuật, viện khoa học thành phố, khu vui chơi Nebraska và khu công viên. Buffett và Scott có mối quan hệ cá nhân cũng như công việc thân thiết: Scott có chân trong ban quản lý của Berkshire, và văn phòng của hai ông chỉ cách nhau hai tầng cùng thuộc toà nhà Trung tâm thương mại Kiewit.

Mặc dù hiểu rất rõ và luôn kính trọng Scott, nhưng Buffett muốn vụ đầu tư của mình phải minh bạch và công bằng. Không có gì đáng ngạc nhiên khi mối quan hệ của hai người có thể sẽ khiến vụ mua bán không thoả đáng. Vì vậy, Buffett đã đề nghị ông O.Mason Hawkins, Chủ tịch và cũng là Giám đốc Điều hành của Southeast Asset Management, công ty đã từng tư vấn Longleaf Partners, sắp xếp và thảo ra các điều khoản của vụ mua bán.

Một năm sau đó, giữa tháng Sáu năm 2003, Buffett, Legg Mason, và Longleaf Partners đã trao đổi với nhau 174 triệu đô la cổ phiếu thường Level 3 trị giá 500 triệu đô la (bao gồm 27 triệu cổ phiếu chưa chuyển đổi). (Longleaf đã chuyển đổi 43 triệu cổ phiếu vào đầu năm và sau đó chuyển đổi phần còn lại trị giá 457 triệu đô la vào tháng 6).

Buffett đã nhận được 36,7 triệu cổ phiếu. Tháng 6, ông bán 16,8 triệu và thu về 117,6 triệu đô la, và tháng 11 ông bán thêm 18,3 triệu và thu được 92,4 triệu đô la. Rõ ràng, Level 3 Communications đã thực hiện tốt việc trả nợ, và cuối năm 2003, Buffett nhân đôi số tiền của

mình chỉ trong vòng 16 tháng. Thêm vào đó, trái phiếu của ông đã đem về 45 triệu đô la lợi nhuận, và ông vẫn nắm giữ tới 1.644.900 cổ phiếu của Level 3.

Qwest

Mùa hè năm 2002, Berkshire mua hàng trăm triệu đô la trái phiếu do công ty Qwest Communications phát hành. Qwest là công ty viễn thông có sức cạnh tranh lớn, có trụ sở tại Denver trước đây có tên là US West và công ty con điều tiết vận hành Qwest Corporation. Lúc đó, công ty có một khoản nợ là 26 triệu đô la. Những lời đồn đại về việc phá sản bắt đầu lan rộng. Trái phiếu của tập đoàn Qwest đang được bán với mức giá 35 tới 40 xu trên 1 đô la và giá trái phiếu của công ty điều hành chỉ ở mức 80 xu trên 1 đô la. Một số loại cổ phiếu có mức lãi suất là 12,5% và được đảm bảo bằng những tài sản cụ thể, những trái phiếu khác có mức độ rủi ro cao hơn, không có tài sản đảm bảo. Buffett mua cả hai loại này.

Các phân tích vào thời điểm đó cho thấy tài sản của Qwest đủ giá trị để Buffett coi đó là một cơ hội đầu tư tốt. Nếu không vì phải trả trái tức, Qwest đã có một dòng tiền lớn. Tài sản giá trị nhất của công ty là vụ nhượng quyền kinh doanh dịch vụ điện thoại công cộng địa phương cho 14 bang. Song, Buffett tin rằng dưới sự lãnh đạo của Dick Notebaert, Qwest sẽ giải quyết được vấn đề của mình.

Amazon.com

Tháng Bảy năm 2002, chỉ một tuần sau khi Buffett gửi thư cho Giám đốc Điều hành Jeff Beroz để khen ngợi quyết định của ông khi coi quyền chọn cổ phiếu như một khoản chi phí, Buffett đã mua 98,3 triệu đô la trái phiếu có tỉ suất lợi nhuận cao của Amazon.

Buffett đánh giá rất cao những nhà quản lý biết cách làm nổi bật những giá trị lớn lao của công ty. Từ lâu, ông cũng biện hộ cho chi phí quyền chọn cổ phiếu, nhưng chắc chắn ông không có nghĩa vụ mua trái phiếu của Amazon.com. Công ty bảo hiểm The Government Employees, một đơn vị bảo hiểm ô tô của Berkshire, đã thu khoản lợi nhuận là 16,4 triệu đô la nhờ đầu tư vào trái phiếu có tỉ suất lợi nhuận cao, một khoản lợi nhuận là 17% trong vòng chín tháng nếu Amazon mua lại 10% trái phiếu được phát hành năm 1998 trị giá 264 triệu đô. Mùa hè năm đó, Buffett mua thêm 6⅞% trái phiếu chuyển đổi của Amazon trị giá 60,1 triệu đô la. Như vậy, với mức giá 60 đô la cho 1 nghìn trái phiếu, khoản lợi nhuận thu về sẽ là 11,46% và khoản lợi nhuận tối đa thậm chí sẽ lớn hơn nếu tính thêm trái tức.

Ai cũng biết rằng Buffett chỉ đầu tư vào những gì mà ông hiểu rõ và tránh xa ngành công nghệ. Sự quan tâm của ông đối với Internet chỉ giới hạn trong ba hoạt động trực tuyến: mua sách, đọc

tạp chí điện tử Wall Street Journal và chơi bài brít. Ông thậm chí còn cười nhạo sự lảng tránh công nghệ của mình trong thư gửi cổ đông năm 2000: "Chúng ta bước vào thế kỷ XXI bằng cách tham gia vào những ngành ít mạo hiểm như gạch, thảm và sơn. Hãy cố gắng kiềm chế sự phấn khích của mình".

Vậy tại sao trái phiếu của Amazon lại cuốn hút ông? Như ông thừa nhận, trước hết là vì những trái phiếu ấy quá rẻ. Thứ hai, ông tin tưởng rằng công ty sẽ sớm phát triển. Buffett cũng nhận thấy Amazon.com có những đặc điểm khá giống với những công ty bán lẻ mà ông đã đầu tư. Amazon.com kiếm được lợi nhuận bằng doanh thu bán hàng khổng lồ nhờ giá rẻ. Mặc dù lợi nhuận thấp, nhưng công ty hoạt động hết sức hiệu quả và sinh lãi. Buffett khâm phục cách Zeros xây dựng thương hiệu mạnh và chèo lái công ty vượt qua những giai đoạn khó khăn.

Nghiệp vụ mua bán song hành

Nghiệp vụ mua bán song hành theo hình thức đơn giản nhất là mua một loại chứng khoán ở một thị trường và cùng lúc bán loại chứng khoán đó ra thị trường khác. Mục đích là thu được lợi nhuận nhờ chênh lệch giá. Ví dụ, nếu chứng khoán của một công ty có giá 20 đô la một cổ phiếu ở thị trường London và 20,01 đô la ở thị trường Tokyo, thì người kinh doanh chứng khoán sẽ thu được lợi nhuận từ việc đồng thời mua chứng khoán ở thị trường London và bán ra ở Nhật Bản. Trong trường hợp này, không có rủi ro về đồng vốn. Người kinh doanh chứng khoán chỉ kiếm lợi từ sự thiếu hiệu quả giữa các thị trường. Vì hình thức giao dịch này không có rủi ro, nên được gọi là kinh doanh chứng khoán không rủi ro.

Rủi ro phổ biến nhất của nghiệp vụ này liên quan tới việc mua một loại chứng khoán với giá ưu đãi và mong chờ giá trị trong tương lai. Giá trị trong tương lai này thường phụ thuộc vào việc sáp nhập, giải thể, đấu thầu hay tái cơ cấu doanh nghiệp. Rủi ro mà nhà kinh doanh chứng khoán phải đối mặt là giá công bố trong tương lai của chứng khoán có thể không trở thành hiện thực.

Theo như giải thích của Buffett, để đánh giá nguy cơ rủi ro khi mua bán song hành, bạn phải trả lời được bốn câu hỏi cơ bản sau: Liệu những sự kiện đầy hứa hẹn sẽ thực sự xảy ra ở mức nào? Tiền của bạn sẽ nằm im trong bao lâu? Liệu còn có cơ hội nào tốt hơn không - chẳng hạn như một cuộc đấu giá mua lại đầy cạnh tranh? Điều gì sẽ xảy ra nếu sự kiện đó không xảy ra, ví dụ một hành động đánh mất lòng tin, hay một cuộc biến động tài chính?

Trước những ý tưởng có thể đầu tư được, Buffett thường chuyển sang mua bán song hành như một cách hữu hiệu để tận dụng số tiền dư thừa của mình. Một ví dụ chứng minh cho điều này là Buffett đã mua 600 nghìn cổ phần của tập đoàn Arkarta năm 1981 khi công ty này đang bị rao

bán. Tuy nhiên, trong khi các nhà kinh doanh chứng khoán khác tham gia vào khoảng 50 giao dịch hoặc hơn mỗi năm, Buffett chỉ tham gia rất ít, nhưng lại là những giao dịch rất lớn. Ông hạn chế tham gia vào những giao dịch được công bố, hay những thoả thuận tỏ ra thân thiện, và từ chối đầu cơ vào những vụ mua lại công ty đầy tiềm năng.

Mặc dù ông chưa bao giờ tính toán hiệu quả của mua bán song hành trong suốt những năm qua, nhưng ông ước tính rằng nhờ nó, mỗi năm Berkshire thu về khoản lợi nhuận khoảng 25% trước thuế. Bởi vì mua bán song hành là việc thay thế cho trái phiếu kho bạc ngắn hạn nên mong muốn của ông trong việc mua bán song hành thay đổi theo mức tiền mặt của Berkshire.

Hiện nay, mặc dù không tham gia mua bán song hành trên quy mô lớn nhưng ông vẫn giữ một lượng tiền mặt dư thừa và những khoản đầu tư có tính thanh khoản ngắn hạn khác. Đôi lúc, Buffett giữ trái phiếu trung hạn, trái phiếu miễn thuế làm khoản thay thế cho tiền mặt. Ông nhận ra rằng, khi thay thế những trái phiếu kho bạc ngắn hạn bằng những trái phiếu trung hạn, ông sẽ tránh được rủi ro của những khoản lỗ lớn nếu buộc phải bán vào những thời điểm không thuận lợi. Nhưng vì những trái phiếu miễn thuế thường có lợi nhuận sau thuế cao hơn trái phiếu kho bạc, nên Buffett nhận định những khoản lỗ có thể được đền bù bằng những khoản thu nhập khác.

Với việc mua bán song hành thành công, các cổ đông của Berkshire có lẽ tự hỏi rằng vì sao Buffett lại từ bỏ chiến lược này. Công bằng mà nói, lợi nhuận đầu tư của Buffett cao hơn nhiều so với những gì ông tưởng tượng, nhưng đến năm 1989, môi trường mua bán song hành đã thay đổi. Thặng dư của thị trường tài chính đã tạo môi trường cho sự hăng hái nhiệt tình quá dễ dãi. Buffett không biết khi nào những người cho vay và những người mua mới có thể thoả mãn được, nhưng ông luôn hành động thận trọng trong khi những người khác lại quá dễ dãi. Buffett rút khỏi các giao dịch mua bán song hành thậm chí trước sự sụp đổ của UAL tháng Mười năm 1989. Một lý do khác chỉ là vì những giao dịch có quy mô lớn tới mức có thể làm thay đổi danh mục đầu tư khổng lồ của ông.

Dù thế nào đi nữa, việc rút khỏi mua bán song hành giúp ông để ý tới những cổ phiếu ưu đãi có khả năng chuyển đổi.

Cổ phiếu ưu đãi có khả năng chuyển đổi

Một cổ phiếu ưu đãi có khả năng chuyển đổi là một loại chứng khoán mang đặc điểm của cả cổ phiếu lẫn trái phiếu. Nhìn chung, những cổ phiếu này đem lại cho nhà đầu tư thu nhập hiện tại cao hơn cổ phiếu thường. Tỉ lệ lãi suất cao tạo ra lớp vỏ tự vệ khỏi nguy cơ giảm giá. Nếu thị trường sụt giảm, tỉ lệ lãi suất cao hơn của cổ phiếu ưu đãi có khả năng chuyển đổi giúp chúng

tránh sự giảm giá nhiều như cổ phiếu thường. Theo lý thuyết, cổ phiếu chuyển đổi chỉ giảm giá cho tới khi mức lãi suất hiện tại xấp xỉ với giá trị của trái phiếu không chuyển đổi có cùng tỉ lệ lãi suất, mệnh giá và thời hạn.

Một cổ phiếu ưu đãi có khả năng chuyển đổi cũng tạo cho những nhà đầu tư cơ hội có được tiềm năng tăng giá của cổ phiếu thường. Bởi vì nó có thể chuyển đổi thành cổ phiếu thường nên khi cổ phiếu thường tăng giá, cổ phiếu chuyển đổi cũng tăng theo. Tuy nhiên, vì cổ phiếu chuyển đổi có tỉ lệ lãi suất và có tiềm năng lợi nhuận cao hơn nên nó thường được định giá cao hơn so với cổ phiếu thường. Mức giá cao hơn này phản ánh tỉ lệ chuyển đổi từ cổ phiếu ưu đãi sang cổ phiếu thường. Tỉ lệ chuyển đổi thông thường từ 20 đến 30%. Điều này có nghĩa là cổ phiếu thường phải tăng giá lên 20 đến 30% trước khi cổ phiếu chuyển đổi có thể được chuyển đổi thành cổ phiếu thường mà không mất đi giá trị.

Cũng giống như khi đầu tư vào trái phiếu có tỉ lệ lãi suất cao, Buffett đầu tư vào cổ phiếu ưu đãi có khả năng chuyển đổi khi cơ hội đó tỏ ra tốt hơn cơ hội khoản đầu tư khác. Cuối những năm 1980 và 1990, Buffett đầu tư vào một số cổ phiếu ưu đãi có khả năng chuyển đổi, trong đó có Salomon Brothers, Gillette, US-Air, Champion International, và American Express.

Một số nhóm có ý định thâu tóm một vài công ty kể trên, và Buffett được biết đến như một "hiệp sĩ áo trắng", cứu những công ty này khỏi những kẻ xâm lược hung hăng. Tuy nhiên, Buffett không xem mình là vị cứu tinh. Ông chỉ đơn giản nhìn nhận rằng vụ mua bán này là cơ hội đầu tư tốt và có tiềm năng lợi nhuận lớn. Vào thời điểm đó, cổ phiếu ưu đãi của những công ty này giúp ông có khoản lợi nhuận lớn hơn bất cứ hình thức đầu tư nào khác.

Buffett biết rất rõ một số công ty phát hành cổ phiếu ưu đãi có khả năng chuyển đổi, nhưng trong một số trường hợp, ông không hiểu rõ việc kinh doanh của công ty, hay thậm chí ông không thể tự tin để dự đoán dòng tiền trong tương lai. Buffett giải thích rằng lí do không thể dự đoán được là vì Berkshire muốn đầu tư vào cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi hơn là cổ phiếu thường. Mặc dù có khả năng chuyển đổi, nhưng trong mắt ông, giá trị thực sự của cổ phiếu ưu đãi là đặc điểm mang lại thu nhập ổn định.

Chỉ có một ngoại lệ: MidAmerican. Đây là một giao dịch có nhiều khía cạnh liên quan tới cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi, cổ phiếu thường, cũng như các khoản nợ. Trong trường hợp này, Buffett đánh giá cao cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi vì thu nhập ổn định cũng như vì việc góp vốn trong tương lai.

MidAmerican

Ngày 14 tháng Ba năm 2000, Berkshire mua 34,56 triệu đô la cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi cùng với 900.942 cổ phiếu thường của MidAmerican, một công ty điện và xăng dầu khí đốt có trụ sở tại Des Moines, với số tiền khoảng 1,24 triệu đô la, tức là khoảng 35,05 đô la một cổ phiếu. Hai năm sau, Berkshire mua thêm 6,7 triệu đô la cổ phiếu ưu đãi có khả năng chuyển đổi với giá tiền là 402 triệu đô la. Điều này khiến việc nắm giữ cổ phiếu của Berkshire lên tới 9% quyền biểu quyết và hơn 80% lợi nhuận kinh tế của MidAmerican.

Từ năm 2002, Berkshire và một số công ty con cũng mua thêm khoảng 1,728 triệu đô la cổ phiếu ưu đãi không chuyển đổi, trong đó 150 triệu đô la cổ phiếu được mua lại vào tháng Ba năm 2003. David Sokol, Chủ tịch và Giám đốc Điều hành của MidAmerican, và Walter Scott, cổ đông lớn nhất của công ty đã đầu tư phần còn lại là 300 triệu đô la. Trong thực tế, chính Scott là người đầu tiên đã tiếp cận với Buffett; đó là vụ giao dịch lớn nhất của họ trong suốt 50 năm làm bạn của họ.

Giá mà Buffett trả cho MidAmerican khá thấp, theo một báo cáo là từ 34 đến 48 đô la một cổ phiếu, vì vậy, Buffett có khả năng đã được chiết khấu ở mức nào đó. Nhưng Buffett cũng cam kết với chính bản thân mình và với Berkshire về sự tăng trưởng của MidAmerican trong tương lai ở mức độ là họ sẽ hỗ trợ việc mua đường ống dẫn có giá trị lên tới 15 triệu đô la. Với sự giúp đỡ của Buffett, MidAmerican mua đường ống dẫn từ những thương gia đang trong cảnh túng quẫn. Việc mua đường ống dẫn là một phần trong chiến lược tăng trưởng của công ty.

Một giao dịch tương tự như vậy diễn ra nhanh chóng. Tháng Ba năm 2002, Buffett mua của công ty Williams có trụ sở tại Tulsa dự án chuyển xăng dầu qua sông Kern. Dự án này sẽ vận chuyển khoảng 23 triệu m3 xăng dầu mỗi ngày trên tuyến đường dài hơn 1500 km. Buffett đã trả số tiền là 960 triệu đô la, bao gồm cả việc gánh vác khoản nợ và thêm 1 triệu đô la chi phí vốn.

Sau đó, năm 2002, MidAmerican tiếp tục mua đường ống dẫn xăng dầu của công ty Dynegy với giá thoả thuận là 900 triệu đô la, cộng thêm việc chi trả các khoản nợ. Sau đó, vào đầu tháng Một năm 2004, Berkshire tuyên bố công ty sẽ tăng 30% chi phí, tương đương 2 triệu đô la, đầu tư vào đường ống dẫn khí đốt tự nhiên từ nguồn dự trữ khí đốt tự nhiên ở Bắc Alaska, điều này sẽ tăng nguồn dự trữ của Mỹ là 7%. Sokol, Chủ tịch của MidAmerican nói rằng nếu không có sự giúp đỡ của Buffett thì sự đầu tư này sẽ là một gánh nặng đối với MidAmerican.

Trong một giao dịch hoàn toàn khác nhưng có liên quan, công ty con của Berkshire là MEHC Investment Inc., mua 275 triệu đô la cổ phiếu ưu đãi của Williams. Cổ phiếu ưu đãi này thông thường không có quyền bỏ phiếu như cổ phiếu thường trong đại hội cổ đông, nhưng trong vụ

giao dịch này, Berkshire Hathaway có quyền bỏ phiếu 20% của Hội đồng Quản trị MidAmerican, cũng như quyền thông qua các giao dịch quan trọng.

Cũng mùa hè năm đó, Buffett cùng với Lehman Brothers, đã cung cấp cho Williams một khoản vay 900 triệu đô la có thời hạn là một năm, tỉ lệ lãi là 19%, được đảm bảo bằng hầu hết tài sản xăng dầu và khí đốt của Barrett Resources. Những tài sản này trước đây Williams mua với giá 2,8 triệu đô la. Người ta đồn rằng số tiền Buffett cho vay chỉ là một phần trong số tiền và khoản tín dụng mà Williams, một công ty đánh giá đầu tư, đang rất cần để tránh phá sản. Điều khoản của vụ mua bán rất cứng rắn, nặng trĩu những điều kiện và những khoản phí mà theo lời đồn đại có thể khiến tỉ lệ lãi suất lên tới 34%. Mặc dù vậy, người ta vẫn tranh cãi rằng Buffett không những giúp công ty đánh giá đầu tư thoát khỏi tình trạng khốn khó mà còn bảo vệ chính bản thân ông tránh khỏi nguy cơ rủi ro cao trong tình huống này.

Mặc dù MidAmerican không phải là khoản đầu tư duy nhất của Buffett trong lĩnh vực năng lượng, nhưng rõ ràng khoản đầu tư này rất phức tạp và nhiều khía cạnh. Buffett tin rằng giá trị công ty lớn hơn thị giá hiện tại. Ông biết ban quản lý, bao gồm Walter Scott và David Sokol, đang vận hành công ty là những người đáng tin cậy, chính trực và thông minh. Cuối cùng, ngành năng lượng là một ngành ổn định, và Buffett hi vọng rằng ngành này sẽ trở nên ổn định và đem lại nhiều lợi nhuận hơn nữa.

Ở MidAmerican, Buffett đầu tư bằng cách góp vốn cho công ty. Với tất cả khoản đầu tư của mình, ông là chủ sở hữu và cam kết nỗ lực vì sự tăng trưởng của công ty. Ông thu được lợi nhuận từ những công cụ có thu nhập ổn định của Williams, trong khi vẫn đảm bảo cho bản thân bằng hợp đồng, lãi suất cao và tài sản (Barrett Resources). Vào tháng Mười năm 2003, MidAmerican phát triển trở thành nhà phân phối điện lớn thứ ba ở Anh và cung cấp điện cho 689.000 người ở Iowa trong khi đường ống dẫn sông Kern và Northern Natural chiếm khoảng 7,8 % khí đốt tự nhiên ở Mỹ. Tổng cộng, công ty có khoảng 19 triệu đô la tài sản và 6 triệu đô la doanh thu hàng năm từ 25 bang và một số quốc gia khác, đem lại cho Berkshire Hathaway khoản lợi nhuận khoảng 300 triệu đô la mỗi năm.

Điều quan trọng cần nhớ là Buffett nghĩ rằng cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi trước hết là những cổ phiếu có thu nhập ổn định và thứ hai là biện pháp tăng giá trị. Bởi vậy, giá trị của cổ phiếu ưu đãi của Berkshire không thể thấp hơn giá trị của cổ phiếu ưu đãi không chuyển đổi tương tự, và thậm chí là cao hơn vì có quyền chuyển đổi.

Buffett được nhiều người công nhận là nhà đầu tư vĩ đại nhất thế giới. Điều này về cơ bản có nghĩa là mua cổ phiếu, trái phiếu, những chứng khoán khác và những công ty, với giá thấp hơn

nhiều so với giá trị thực của chúng và chờ đợi cho tới khi thu được giá trị tài sản. Cho dù đó là những cổ phiếu thượng hạng, hay những chứng chỉ nợ tỉ lệ lãi suất cao, ông cũng đều áp dụng những nguyên tắc giống nhau. Nhà đầu tư giá trị sẽ đến những nơi đem lại lợi nhuận.

Mặc dù mọi người thường nghĩ Buffett là nhà đầu tư dài hạn khi mua cổ phiếu thường, nhưng ông có khả năng, có thế lực và có vốn để tham gia vào những ngành đang gặp khó khăn và nhặt những viên kim cương trong bãi đá. Ông lựa chọn những công ty có những nhà quản lý trung thực và thông minh và có những sản phẩm tạo ra lợi nhuận. Ông cũng chọn lựa công cụ, hình thức đầu tư phù hợp nhất vào từng thời điểm. Thông thường, ông quyết định đúng, và khi không đúng, ông thừa nhận điều đó. Quyết định đầu tư của ông chuyển phần lớn sang những công cụ đem lại thu nhập ổn định trong năm 2002 và 2003 là hoàn toàn đúng đắn. Năm 2002, tổng thu nhập của Berkshire từ khoản các đầu tư đem lại thu nhập ổn định là 1 triệu đô la. Năm 2003, con số này tăng gần ba lần lên tới 2,7 triệu đô la.

10. QUẢN LÝ DANH MỤC ĐẦU TƯ

Về vấn đề này, chúng tôi đã nghiên cứu phương pháp quyết định đầu tư của Warren Buffett. Phương pháp này được xây dựng dựa trên những nguyên tắc cơ bản được được đúc rút thành 12 nguyên lý. Chúng tôi quan sát cách ông áp dụng những nguyên lý này vào việc mua cổ phiếu, trái phiếu, và nắm giữ các công ty. Ngoài ra, chúng tôi cũng dành thời gian tìm hiểu sâu về những nguyên tắc khác ảnh hưởng đến việc hình thành triết lý đầu tư của ông.

Tuy nhiên, đối với bất cứ nhà đầu tư nào, quyết định mua loại cổ phiếu gì chỉ mới là một nửa của vấn đề. Nửa còn lại chính là quá trình quản lý danh mục đầu tư và cách đối phó với những biến đổi cảm xúc tác động đến quyết định này.

Ở đây, chúng ta thấy rõ tố chất lãnh đạo của Warren Buffett.

Các bộ phim của Hollywood thường xây dựng một nguyên mẫu chung về nhà quản lý tài chính: cùng một lúc nói chuyện điện thoại với hai người, vừa dán mắt vào màn hình vi tính nhấp nháy liên tục từ tất cả các hướng, vừa ghi chép lia lịa những thay đổi trên đó và vò đầu bứt tai khi có dấu hiệu cho thấy giá cổ phiếu rớt nhẹ.

“Chúng tôi chỉ tập trung vào một vài công ty nổi bật. Chúng tôi là những nhà đầu tư tập trung”.

WARREN BUFFETT, 1994

Warren Buffett gần như khác hẳn những nguyên mẫu này. Ông luôn hành động bình tĩnh và tự tin. Ông không cần theo dõi hàng chục màn hình vi tính cùng một lúc, vì những biến động từng phút của thị trường không nằm trong mối quan tâm của ông. Warren cũng không bao giờ suy nghĩ trong vài phút, vài ngày hay vài tháng, mà ông nghiên cứu cả năm. Ông cũng không bao giờ theo dõi hàng trăm công ty cùng một lúc bởi vì danh mục đầu tư của ông chỉ tập trung vào một số công ty đã được lựa chọn. Phương pháp này giúp việc quản lý danh mục đầu tư trở nên đơn giản hơn và được gọi là Đầu tư tập trung.

Tình huống: Chọn một trong hai

Hiện nay đang diễn ra môt cuộc tranh cãi về hai phương pháp quản lý danh mục đầu tư mà mọi người thường áp dụng. Đó là phương pháp quản lý danh mục đầu tư chủ động và phương pháp đầu tư theo chỉ số.

Những người quản lý theo phương pháp thứ nhất thường liên tục mua và bán một số lượng lớn các cổ phiếu thường. Mục đích của họ là cố gắng làm cho khách hàng hài lòng. Điều này có nghĩa là lúc nào họ cũng phải làm cho thị trường trở nên tốt hơn để mỗi ngày trôi qua, một khách hàng khi áp dụng một phương pháp thông thường để đánh giá hoạt động của danh mục đầu tư của mình so với tình hình chung của thị trường, họ sẽ cảm thấy khả quan. Khách hàng sẽ vẫn giữ tiền của mình trong quỹ. Để duy trì được vị trí dẫn đầu, các nhà quản lý quỹ đầu tư chủ động phải cố gắng dự đoán xem chứng khoán sẽ biến động như thế nào trong sáu tháng tới, rồi tiếp tục thay đổi danh mục đầu tư, hy vọng thu được lợi nhuận từ những dự đoán đó.

Trong khi đó, phương pháp đầu tư theo chỉ số là phương pháp mua và nắm giữ. Đầu tiên, các nhà quản lý thu gom cổ phiếu và sau đó nắm giữ, tạo ra một danh mục đầu tư đa dạng với các cổ phiếu thường đã được cân nhắc kỹ. Phương pháp này mô phỏng cách thức hoạt động của một loại chỉ số tiêu chuẩn, ví dụ như chỉ số S&P 500. Cách thức đơn giản và phổ biến nhất để thực hiện nó là thông qua một quỹ tương hỗ.

Những người đề xướng ra hai phương pháp này đã tranh cãi với nhau để chứng minh phương pháp nào đem lại nhiều lợi nhuận hơn.

Các nhà quản lý theo phương pháp quản lý danh mục đầu tư chủ động lập luận rằng, nhờ hiệu quả của những kỹ năng chọn lọc các cổ phiếu tốt nhất, họ sẽ đầu tư tốt hơn bất cứ phương pháp đầu tư theo chỉ số nào. Về phần mình, những người theo phương pháp đầu tư theo chỉ số cũng có những bằng chứng thực tế về hiệu quả của phương pháp này. Theo một nghiên cứu về các kết quả đầu tư trong giai đoạn 20 năm từ năm 1977 đến năm 1997, con số tính theo tỉ lệ phần trăm của quỹ tương hỗ đã làm giảm đáng kể chỉ số S&P 500, từ 50% trong 16 năm đầu xuống gần 25% trong bốn năm cuối giai đoạn. Đến tháng Mười năm 1998, có 90% các quỹ đầu tư chủ động hoạt động kém hiệu quả hơn thị trường (trung bình thấp hơn 14% so với chỉ số S & P 500). Điều này có nghĩa là chỉ 10% các quỹ này hoạt động tốt hơn thị trường.

Phương pháp quản lý danh mục đầu tư chủ động được áp dụng phổ biến hiện nay nhìn chung kém hiệu quả hơn so với phương pháp đầu tư theo chỉ số. Nguyên nhân thứ nhất là quỹ này được thiết lập dựa trên cơ sở không vững chắc. Bởi vì nhà quản lý chỉ mua những cổ phiếu mà họ dự đoán là có khả năng sinh lợi sớm, chứ không quan tâm xem đó là cổ phiếu gì. Do đó, nguy cơ khó tránh khỏi ở đây là những điều nhà đầu tư dự đoán có thể không xảy ra do tính phức tạp của lĩnh vực tài chính. Nguyên nhân thứ hai là do số lần giao dịch nhiều nên chi phí giao dịch làm giảm lợi nhuận của nhà đầu tư. Khi phân tích các chi phí này, chúng tôi nhận thấy rõ ràng là chính phương pháp quản lý danh mục đầu tư chủ động đã tạo ra sự sa sút đó.

Xét trên nhiều khía cạnh, phương pháp đầu tư theo chỉ số hiệu quả hơn phương pháp quản lý danh mục đầu tư chủ động vì nó không tạo ra sự cân bằng về chi phí giao dịch và lợi nhuận. Tuy nhiên, ngay cả một quỹ chỉ số tốt nhất, đạt mức đỉnh lợi nhuận cũng chỉ mang lại cho bạn lợi nhuận ở mức trung bình của thị trường. Các nhà đầu tư theo phương pháp chỉ số không thua kém hơn so với thị trường nhưng cũng không thể đạt mức cao hơn.

Các nhà đầu tư thông minh luôn phải tự hỏi mình: Chẳng lẽ ta lại hài lòng với kết quả trung bình? Liệu ta có thể làm tốt hơn không?

Lựa chọn mới

Nếu phải chọn một trong hai phương pháp trên, Warren Buffett sẽ không hề do dự khi lựa chọn phương pháp đầu tư theo chỉ số. Phương pháp này rất phù hợp với các nhà đầu tư không sẵn sàng chịu rủi ro cao và những người không có nhiều kiến thức về kinh tế nhưng vẫn muốn thu lợi nhuận lâu dài khi đầu tư vào cổ phiếu thường.

Warren nói theo phong cách riêng của mình: “Khi đầu tư theo từng giai đoạn trong một quỹ chỉ số, các nhà đầu tư không biết gì cũng có thể đầu tư như những chuyên gia”. Tuy nhiên, Buffett cũng đưa ra một lựa chọn thứ ba – Đầu tư tập trung. Phương pháp này hiệu quả hơn hẳn phương pháp đầu tư theo chỉ số.

Đầu tư tập trung: Một bức tranh lớn

Về bản chất, đầu tư tập trung nghĩa là lựa chọn một số cổ phiếu có khả năng lợi nhuận hơn mức trung bình của thị trường trong một thời gian dài, tập trung vốn đầu tư của bạn vào những loại cổ phiếu đó và kiên trì nắm giữ chúng trong bất cứ giai đoạn lên xuống ngắn hạn nào của thị trường.

Các phần tiếp theo sẽ mô tả cụ thể từng giai đoạn của quá trình thực hiện chiến lược này.

“Tìm kiếm các công ty nổi bật”

Trong những năm qua, Warren Buffett đã đặt ra cách thức xác định những công ty đáng đầu tư. Cách thức này dựa trên một quan niệm khá phổ biến: Nếu như một công ty làm ăn tốt do những người có năng lực quản lý, thì cuối cùng giá cổ phiếu sẽ phản ánh giá trị thực của nó. Do đó, Buffett không chú ý phân tích giá cổ phiếu mà tập trung vào phân tích hiệu quả kinh tế của công ty và đánh giá năng lực quản lý của ban quản lý công ty đó.

NHỮNG NGUYÊN TẮC VÀNG CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TẬP TRUNG

1. Tập trung đầu tư vào các công ty nổi bật do ban quản lý có năng lực điều hành.

2. Tự giới hạn số lượng các công ty mà bạn thực sự hiểu rõ. Tốt nhất, bạn chỉ nên đầu tư vào khoảng từ 10 đến 20 loại cổ phiếu. Nhiều hơn 20 có nghĩa là việc đầu tư của bạn đang có vấn đề.

3. Lựa chọn những công ty hoạt động hiệu quả mà bạn cho là tốt nhất, và tập trung đầu tư vào chúng.

4. Hãy đầu tư dài hạn: tối thiểu là từ năm đến mười năm.

5. Biến động có thể xảy ra. Cần phải kiên trì.

Như đã nói trong các chương trước, chúng ta có thể coi những nguyên lý của Buffett là một bộ công cụ. Mỗi một nguyên lý là một công cụ phân tích và khi kết hợp chúng lại với nhau, chúng ta sẽ có một phương pháp để chọn lọc được những công ty có tiềm năng lợi nhuận cao nhất. Buffett thường sử dụng các nguyên lý này để tìm kiếm các công ty hoạt động tốt trong thời gian dài và có cơ chế quản lý tương đối ổn định. Sự ổn định ở đây có nghĩa là các công ty đó chắc chắn sẽ hoạt động tốt trong những năm tiếp theo như đã đạt được trong quá khứ. Yếu tố cốt lõi của chiến dịch đầu tư này là: Tập trung đầu tư vào những công ty có khả năng hoạt động hiệu quả hơn mức trung bình của thị trường nhất.

“Ít hơn là hiệu quả hơn”

Đối với các nhà đầu tư “không biết gì”, hãy ghi nhớ lời khuyên của Buffet: Đầu tư theo các quỹ chỉ số. Tuy nhiên, chúng ta hãy quan tâm nhiều hơn đến những gì Buffett nói dưới đây:

“Nếu như bạn là một nhà đầu tư có kiến thức, am hiểu về kinh tế, kinh doanh, và có thể lựa chọn từ năm đến mười công ty được định giá hợp lý và có lợi thế cạnh tranh đáng kể trong dài hạn, thì việc đầu tư đa dạng (dựa trên danh mục đầu tư chủ động) không phù hợp với bạn”.

Đa dạng hóa đầu tư có điều gì không ổn? Thứ nhất, nó gia tăng khả năng mua phải những cổ phiếu mà bạn không có thông tin đầy đủ. Philip Fisher là một người rất nổi tiếng với việc sử dụng danh mục đầu tư tập trung. Mặc dù không sử dụng thuật ngữ đầu tư tập trung nhưng Fisher đã tác động sâu sắc lên quan điểm của Buffett. Fisher luôn nói rằng ông thích sở hữu số ít các công ty nổi bật mà ông biết rõ hơn là sở hữu một lượng lớn các công ty mà ông chẳng có thông tin gì.

Áp dụng các nguyên lý của Buffet, những nhà đầu tư có kiến thức nên tập trung đầu tư vào một số công ty nhất định. Nhưng một số là bao nhiêu? Ngay cả các chuyên gia tài chính hiện đại cũng

thấy rằng trung bình với 15 loại cổ phiếu, mức độ đa dạng hóa của bạn là 85%. Đối với các nhà đầu tư trung bình, số lượng danh mục đầu tư hợp lý là khoảng từ 10 đến 20 loại cổ phiếu. Đầu tư tập trung sẽ là vô ích khi áp dụng cho một danh mục đầu tư với hàng chục cổ phiếu.

"Hãy đặt cược lớn cho những sự kiện có khả năng xảy ra nhất"

Ảnh hưởng của Phil Fisher đối với Buffett còn được thể hiện ở một khía cạnh khác. Fisher tin rằng khi bạn có cơ hội lớn, thì hành động hợp lý duy nhất là nắm bắt cơ hội đó để tiến hành một vụ đầu tư lớn. Warren Buffett nhắc lại quan điểm này: "Khi thực hiện một vụ đầu tư, chúng ta nên tin tưởng và mạnh dạn đầu tư ít nhất 10% giá trị tài sản ròng của mình vào mỗi loại cổ phiếu".

Bạn có thể hiểu tại sao Buffett lại nói rằng danh mục đầu tư lý tưởng không nên vượt quá 10 loại cổ phiếu, nếu như mỗi loại chiếm 10% vốn đầu tư. Tuy nhiên, đầu tư tập trung không đơn giản chỉ là lựa chọn 10 loại cổ phiếu tốt nhất rồi phân bổ đồng đều vốn đầu tư của bạn vào mỗi loại cổ phiếu đó. Mặc dù tất cả các loại cổ phiếu trong danh mục đầu tư tập trung đều có khả năng tăng trưởng cao, những vẫn sẽ có một số loại cổ phiếu tốt hơn những loại cổ phiếu khác. Bạn nên phân bổ tỷ trọng vốn đầu tư lớn hơn cho những cổ phiếu đó.

Bằng trực giác, các nhà đầu tư gan dạ đều hiểu rằng: Khi đã nắm chắc cơ hội trong tay, hãy đặt cược thật lớn.

Tôi không thể sở hữu 50 hay 70 loại cổ phiếu. Đó là cách đầu tư theo kiểu "thuyền Nô-ê" và làm bạn trắng tay. Tôi thích đầu tư một khoản vốn đáng kể vào một số cổ phiếu hơn.

WARREN BUFFETT, 1987

Chúng ta hãy cùng xem lại quyết định mua cổ phiếu American Express của Buffett cho Công ty hợp danh TNHH đã được trình bày ở Chương 1. Tin đồn xấu khiến giá cổ phiếu của American Express giảm tới một phần hai nên Buffett đã đầu tư tới 40% tài sản của công ty hợp danh vào riêng công ty này. Ông tin tưởng rằng mặc dù có tin đồn nhưng công ty này vẫn đáng tin cậy và chắc chắn cuối cùng giá cổ phiếu của công ty cũng sẽ tăng trở lại mức giá trị thực Vào lúc đó, Buffett đã nhận ra một cơ hội rất lớn. Tuy nhiên, liệu nó có thực sự xứng đáng để chiếm tới gần 40% tổng tài sản của ông không? Quả là một vụ đặt cược lớn. Và thực tế cho thấy Buffett thu được kết quả rất tốt: Ông đã bán số cổ phiếu này sau hai năm mua và thu được khoản lợi nhuận lên tới 20 triệu đô la Mỹ.

"Hãy kiên nhẫn"

Đầu tư tập trung đối lập hoàn toàn với phương pháp đa dạng hóa. Mặc dù đầu tư tập trung là lựa chọn tối ưu nhất trong tất cả các chiến lược làm tăng thu nhập từ cổ phiếu nhưng phương pháp này lại đòi hỏi các nhà đầu tư phải kiên trì nắm giữ danh mục đầu tư của mình ngay cả khi các chiến lược khác tỏ ra hiệu quả hơn ở những thời điểm nhất định.

Nắm giữ trong một khoảng thời gian bao nhiêu lâu được coi là đủ dài? Như bạn có thể tưởng tượng, không có quy tắc "khó và nhanh" (mặc dù Buffett cho rằng bất cứ thứ gì dưới năm năm đều là lý thuyết của kẻ ngốc). Mục tiêu hướng tới không phải là thu nhập bằng 0 (tức là không bao giờ bán bất cứ thứ gì). Song, nếu bạn làm ngược lại, thì quả thật là ngốc nghếch. Bởi vì điều đó sẽ cản trở bạn thu lợi nhuận cao hơn so với một loại cổ phiếu nào đó khi bạn nắm giữ nó lâu dài. Nguyên tắc chung của chiến lược này là bạn nên nhắm tới mục tiêu tỷ lệ doanh thu giữa 10% và 20%. Điều này có nghĩa là nắm giữ cổ phiếu khoảng từ 5 đến 10 năm.

"Đừng hốt hoảng trước biến động của giá chứng khoán"

Mục tiêu của đầu tư tập trung là đạt hiệu quả trên mức trung bình. Cả lý thuyết và thực tế đều chứng minh rằng chiến lược này có thể đạt hiệu quả như vậy. Tuy nhiên, chúng ta phải thừa nhận rằng thực hiện chiến lược này không đơn giản, bởi vì tính không ổn định của giá cả là hệ quả tất yếu của chiến lược đầu tư tập trung. Các nhà đầu tư tập trung sẵn sàng chấp nhận điều đó vì họ biết rõ, trong dài hạn, giá trị kinh tế của công ty sẽ lớn hơn bất kỳ khoản chênh lệch giá cả chứng khoán nào trong ngắn hạn.

Buffett là một bậc thầy trong việc giữ bình tĩnh trước những biến động giá cả. Giống như vậy, cộng sự của ông là Charlie Munger đã sử dụng bảng lãi kép và phương pháp chơi bài pocker, tính toán được rằng chừng nào ông có thể đối phó với những biến động giá cả, thì chừng đó việc sở hữu khoảng ba cổ phiếu sẽ chẳng là gì. "Tôi biết là tôi có thể bình tĩnh trước những biến động lên xuống của giá chứng khoán. Bởi lẽ, tôi được cổ vũ bởi những người luôn làm chủ những biến động đó".

Có thể bạn cũng là một trong số những người có khả năng đối phó với những biến động giá. Tuy nhiên, nếu như không may mắn là một trong số đó, thì bạn vẫn có thể học một số tố chất của họ. Hình thành thói quen mới và thay đổi tư duy không thể thực hiện một sớm một chiều nhưng việc loại bỏ dần tâm lý hoang mang và phản ứng vội vàng trước những thay đổi đột ngột của thị trường là hoàn toàn có thể, và cần thiết.

Buffett và Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại

Sự tin tưởng của Warren Buffett vào những quan điểm cơ bản về đầu tư tập trung đặt ông vào thế bất đồng quan điểm với nhiều nhà tài chính khác, đặc biệt là với tập hợp những quan điểm có tên là Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại. Vì đây là một cuốn sách về quan điểm của Buffett và vì Buffett không tự mình xây dựng, hay đóng góp vào lý thuyết trên, nên chúng tôi sẽ không trình bày quá nhiều về nó. Song, vì bạn đang học cách đầu tư và có thể bạn sẽ được nghe nhiều về lý thuyết này, nên việc xem xét những nội dung cơ bản của lý thuyết này là vô cùng quan trọng.

Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại là sự kết hợp của ba quan điểm tài chính có ảnh hưởng sâu sắc của ba chuyên gia trong lĩnh vực này. Harry Markowitz, tốt nghiệp ngành kinh tế trường Đại học Chicago là người đầu tiên lượng hóa mối quan hệ giữa thu nhập và rủi ro. Bằng cách sử dụng phương pháp thống kê, ông lượng hóa được những biến động phức tạp của một nhóm cổ phiếu, rồi đánh giá tính rủi ro của cả danh mục.

Markowitz kết luận rằng, rủi ro đầu tư không bắt nguồn từ mức độ biến động giá của một cổ phiếu riêng lẻ nào mà phát sinh do sự biến động cùng chiều về giá của một nhóm cổ phiếu nhất định. Nếu như vậy, rất có khả năng những biến động về kinh tế sẽ khiến giá của tất cả cổ phiếu trong nhóm giảm cùng một lúc. Theo Markowitz, chỉ có duy nhất một biện pháp hợp lý để tránh điều đó xảy ra. Đó là đa dạng hóa danh mục đầu tư.

Mười năm sau, một học giả khác là Bill Sharpe (tốt nghiệp trường Đại học California - Los Angeles) đã phát triển một phương pháp toán học đo lường biến động giá. Cách tính này đơn giản hóa phương pháp của Markowitz. Bill Sharpe gọi đó là Mô hình định giá tài sản vốn.

Trong suốt thập kỷ đó, hai học giả này đã phát triển hai nội dung quan trọng của Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại. Markowitz nêu quan điểm cho rằng cân bằng rủi ro/lợi nhuận phụ thuộc vào đa dạng hóa danh mục đầu tư. Còn Sharpe thì đưa ra định nghĩa về rủi ro. Quan điểm thứ ba là Thuyết thị trường hiệu quả (Effient Market Theory - EMT) do Eugene Fama, một giáo sư trẻ nghiên cứu tài chính của trường Đại học Chicago đưa ra.

Fama bắt đầu nghiên cứu những thay đổi của giá chứng khoán từ đầu những năm 1960. Là một giáo sư đầy nhiệt huyết, Fama miệt mài phân tích tất cả các công trình nghiên cứu hiện có về hành vi của thị trường chứng khoán. Sau đó, ông đưa ra kết luận rằng người ta không thể dự đoán giá cổ phiếu bởi vì thị trường quá hiệu quả. Trong một thị trường hiệu quả, thông tin luôn có sẵn. Do đó, sẽ có một lượng lớn những người nhanh nhạy, tranh thủ tận dụng thông tin của thị trường để điều chỉnh giá cổ phiếu trước khi mọi người có thể thu lời. Tại bất cứ thời điểm

nào, giá cổ phiếu cũng phản ánh các thông tin hiện có. Do đó, những dự đoán về tương lai không có chỗ đứng trong một thị trường hiệu quả. Bởi lẽ, giá cổ phiếu được điều chỉnh quá nhanh.

Quan điểm của Buffett về rủi ro

Theo Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại, những biến động về giá cổ phiếu đồng nghĩa với rủi ro. Tuy nhiên, trong suốt sự nghiệp đầu tư của mình, Buffett luôn có cơ hội kiếm lời từ những đợt cổ phiếu rớt giá. Theo quan điểm của ông, hiện tượng cổ phiếu rớt giá thực sự giúp giảm tính rủi ro của thị trường. Ông chỉ ra rằng: "Đối với một chủ sở hữu doanh nghiệp, thì định nghĩa về rủi ro khác xa với rủi ro trong thực tế, do đó gây ra nhiều hiểu lầm. Đây cũng là cách nghĩ của chúng ta về các cổ đông".

Một định nghĩa khác về rủi ro của Buffett là khả năng xảy ra thiệt hại. Lúc này, nó sẽ là một nhân tố cấu thành nên giá trị thực của doanh nghiệp chứ không phải những động thái của giá cổ phiếu. Thiệt hại về tài chính xuất phát từ sự đánh giá sai các lợi nhuận trong tương lai của doanh nghiệp cộng với những tác động tiêu cực không thể dự đoán và kiểm soát của thuế và lạm phát.

Ngoài ra, Buffett cũng xem rủi ro là điều khó tránh khỏi của nhà đầu tư. Ông giải thích: Nếu như hôm nay, bạn mua cổ phiếu thì bạn đã rơi vào một giao dịch đầy rủi ro. Xác suất dự đoán đúng sự tăng hay giảm trong một giai đoạn ngắn cũng giống như xác suất tung sấp ngửa một đồng xu. Bạn có thể sẽ đánh mất một nửa thời gian. Tuy nhiên, Buffett cũng nói rằng, nếu bạn kéo dài thời gian đầu tư tới một vài năm (luôn giả định rằng bạn tiến hành một giao dịch mua theo cảm tính), thì giá trị khoản lợi nhuận của bạn sẽ lớn hơn nhiều.

Quan điểm của Buffett về đa dạng hóa

Quan điểm về rủi ro Buffett tới chiến lược đa dạng hóa danh mục đầu tư và quan điểm này cũng hoàn toàn trái ngược với Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại. Theo lý thuyết đó, lợi ích đầu tiên của một danh mục được đa dạng hóa rộng là làm giảm bớt chênh lệch giá cả của từng cổ phiếu. Tuy nhiên, nếu bạn không quan tâm đến tính không ổn định của giá chứng khoán như Buffett, thì bạn sẽ có quan điểm khác về đa dạng hóa danh mục đầu tư.

Theo quan điểm của các học giả uyên thâm, Buffett biết rằng chiến lược của Berkshire tiềm ẩn rất nhiều rủi ro. Tuy nhiên, ông không quan tâm. Ông nói rằng: "Chúng tôi tin tưởng chiến lược đầu tư tập trung có thể hạn chế rủi ro phát sinh, vì nó làm tăng mức độ suy nghĩ của các nhà đầu tư về công ty mình đầu tư cũng như mức độ hài lòng của họ đối với các đặc điểm kinh tế trước khi đầu tư vào nó". Bằng cách tập trung đầu tư có chủ đích vào một số công ty đã lựa chọn, bạn

sẽ dễ kiểm soát tình hình hơn. Đồng thời, bạn sẽ có thể tìm hiểu kỹ lưỡng hơn về những công ty đó cũng như hiểu được giá trị nội tại của chúng. Càng hiểu biết về công ty bạn đầu tư, bạn sẽ càng có khả năng hạn chế rủi ro.

Theo Buffett, "người ta thường sử dụng phương pháp đa dạng hóa danh mục đầu tư khi hiểu biết không nhiều về công ty mà mình đầu tư. Nếu bạn muốn đảm bảo chắc chắn là sẽ không có tình huống xấu nào liên quan đến thị trường xảy ra với bạn, thì bạn phải sở hữu tất cả các cổ phiếu. Điều này không sai. Nó dường như là phương pháp hoàn hảo cho những ai không biết phân tích kinh doanh".

Quan điểm của Buffett về Thuyết thị trường hiệu quả

Buffett không tán thành Thuyết thị trường hiệu quả ở điểm mấu chốt: Nó không hỗ trợ cho các nhà đầu tư để họ có thể đánh giá toàn bộ các thông tin sẵn có. Nhưng việc đánh giá các thông tin trên thị trường lại là điều Buffett khuyến khích các nhà đầu tư nên làm bởi vì nó mang lại nhiều lợi thế cạnh tranh cho họ.

Song, Thuyết thị trường hiệu quả lại được giảng dạy rất cẩn thận trong các trường kinh doanh. Buffett không đồng tình với quan điểm này. Ông chế giễu: "Một số sinh viên và nhà chuyên môn cả tin bị chơi khăm do thường xuyên bị nhồi nhét rằng Thuyết thị trường hiệu quả là công cụ giúp đỡ đặc biệt cho chúng ta và những ai đi theo quan điểm của Graham. Theo ý kiến chủ quan của mình, tôi nghĩ chúng ta nên đảm bảo sao cho thuyết này sẽ được giảng dạy vĩnh viễn trong trường học".

Xét trên nhiều phương diện, Thuyết danh mục đầu tư hiện đại giúp các nhà đầu tư không có kiến thức và hiểu biết hạn chế đánh giá đúng một doanh nghiệp. Song, theo Buffett, thuyết này có hạn chế là "Nó chỉ giúp bạn đạt được hiệu quả đầu tư ở mức trung bình. Mà theo tôi, đa số người đầu tư đều có thể tìm ra cách đạt được hiệu quả ở mức trung bình".

Những nhà đầu tư siêu hạng trong Vương quốc của Buffett

Một trong những cuốn sách viết về đầu tư thành công nhất mọi thời đại là cuốn Security Analysis (Phân tích chứng khoán) của Benjamin Graham và David Dodd ra đời năm 1934, vào giai đoạn cao trào của cuộc Đại Suy thoái. Nó được mọi người trên khắp thế giới hoan nghênh và coi là một trong những cuốn sách kinh điển về đầu tư chứng khoán. Từ lần xuất bản đầu tiên đến nay, cuốn sách đã được hơn 70 năm và trong hơn 70 năm đã được tái bản năm lần. Đây không phải là sự nói quá về ảnh hưởng của nó trong đầu tư chứng khoán hiện đại.

50 năm sau kể từ khi ấn bản đầu tiên ra đời, trường Đại học Kinh doanh Columbia đã tài trợ cho một hội thảo kỷ niệm ngày ra đời của ấn bản có ảnh hưởng sâu rộng này. Khi đó, Warren Buffett là một trong những nam sinh xuất sắc của trường này và cũng là người đề xuất nổi tiếng nhất về phương pháp giá trị của Graham. Trong hội thảo, Buffett đã có bài phát biểu với tiêu đề Những nhà đầu tư siêu hạng trong vương quốc Graham và Dodds. Ngay sau đó, bài phát biểu đã trở thành kinh điển như cuốn sách mà nó ca tụng.

Buffett mở đầu bằng việc tóm tắt ngắn gọn nội dung trọng tâm nhất của Lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại. Khi thị trường trở nên hiệu quả, thì tất cả các cổ phiếu đều được định giá chính xác. Do đó, những ai có thể đánh bại thị trường, thì lý do chỉ đơn giản là họ may mắn. Điều này hoàn toàn có thể xảy ra. Tôi biết một số người đã kiếm được lợi nhuận theo cách này, nhưng đó chỉ là những trường hợp rất hiếm hoi".

Sau đó, ông đưa ra bằng chứng chứng minh cho luận điểm của mình. Ông minh họa bằng một ví dụ thực tế là tất cả mọi người liên tục kiếm được lợi nhuận trên thị trường, không phải do may mắn mà là do họ đều thực hiện theo những nguyên tắc của Ben Graham. Ông khẳng định: Tất cả những người đó đều cư trú trong Ngôi làng trí tuệ ở Vương quốc Graham và Dodd.

Gần hai thập kỷ sau, có khá nhiều nhà đầu tư tiếp tục tán thành quan điểm của Graham. Đồng thời, họ cũng ủng hộ quan điểm của Buffett cho rằng hiệu quả của danh mục đầu tư chỉ tập trung vào một số cổ phiếu nhất định. Đó chính là những nhà đầu tư siêu hạng của Vương quốc Buffett như Charlie Munger, Bill Ruane, Lou Simpson và tất nhiên là cả Buffett nữa. Kết quả đầu tư ấn tượng của họ sẽ là những bài học quý báu cho tất cả chúng ta.

Charlie Munger

Mặc dù thành tích đầu tư của Berkshire Hathaway luôn gắn liền với vị Chủ tịch nhưng chúng ta cũng không nên quên Charlie Munger, vị Phó Chủ tịch của nó, cũng là một nhà đầu tư xuất sắc. Các cổ đông từng tham dự đại hội thường niên của Berkshire, hoặc những ai đã nghiên cứu các quan điểm của Charlie trong cuốn Outstanding Investor Digest đều nhận thấy rõ Charlie là một nhà đầu tư rất xuất sắc.

Bảng 10.1 Công ty hợp danh Charles Munger

	Biến động hàng năm tính theo tỉ lệ %	
Năm	Công ty hợp danh (%)	Chỉ số công nghiệp trung bình Dow Jones (%)
1962	30.1	-7.6
1963	71.7	20.6
1964	49.7	18.7
1965	8.4	14.2
1966	12.4	-15.8
1967	56.2	19.0
1968	40.4	7.7
1969	28.3	-11.6
1970	-0.1	8.7
1971	25.4	9.8
1972	8.3	18.2
1973	-31.9	-13.1
1974	-31.5	-23.1
1975	73.2	44.4
Số bình quân	24.3	6.4
Độ lệch chuẩn	33.0	18.5
Mức thấp nhất	-31.9	-23.1
Mức cao nhất	73.2	44.4

Buffett cho biết: “Tôi gặp Munger vào khoảng năm 1960. Khi đó, tôi nói rằng làm nghề luật cũng tốt vì nó đúng sở thích của ông, nhưng ông ấy còn có thể làm việc khác tốt hơn nữa. Như bạn biết, lúc đó, Munger có một văn phòng luật rất phát đạt ở Los Angeles. Nhưng sau đó, văn phòng này chuyển dần thành công ty hợp danh đầu tư mang tên ông. Các kết quả thể hiện tài năng đầu tư của ông được phản ánh qua các số liệu ở bảng 10.1.

Buffett phân tích: “Danh mục của Charlie chỉ tập trung vào một số loại chứng khoán. Do đó, lợi nhuận của ông tuy biến động lớn nhưng lại dựa trên phương pháp giống hệt phương pháp chiết khấu giá trị”. Bằng việc đưa ra các quyết định đầu tư cho công ty hợp danh của mình, Charlie đã áp dụng hệ phương pháp của Graham và chỉ để mắt tới cổ phiếu của những công ty đang được bán với giá thấp hơn giá trị thực. “Charlie sẵn sàng chấp nhận mức giá đỉnh cao hơn và mức giá đáy thấp hơn. Vô tình, ông trở thành nhà đầu tư tập trung".

Cần lưu ý là Buffett không sử dụng từ “rủi ro” khi nói về việc đầu tư của Charlie. Theo định nghĩa thông thường về rủi ro (tức là sự không ổn định của giá cả), chúng ta có thể khẳng định rằng tình hình hoạt động của Công ty hợp danh Charlie Munger trong suốt lịch sử 30 năm tiềm ẩn vô cùng nhiều nguy cơ rủi ro do độ lệch chuẩn khiến giá trị tăng cao gấp đôi so với thị trường. Tuy nhiên, cũng trong giai đoạn 30 năm đó, có những thời điểm giá trị của nó cao hơn mức trung bình của thị trường tới 18 điểm. Rõ ràng, đây không phải là những quyết định đầu tư liều lĩnh của một người thích rủi ro, mà phải là của một một nhà đầu tư rất sắc sảo.

Bill Ruane

Lần đầu tiên Buffett gặp Bill Ruane là vào năm 1951, khi cả hai cùng tham dự khoá học Phân tích chứng khoán của Ben Graham ở Columbia. Sau khóa học này, hai người liên tục giữ liên lạc với nhau. Trong nhiều năm, Buffett quan sát tình hình đầu tư của Ruane và rất đỗi khâm phục

người bạn này. Sau khi đóng cửa công ty hợp danh đầu tư vào năm 1969, Buffett đề nghị Ruane quản lý vốn cho một số thành viên trong công ty. Và Quỹ Sequoia ra đời từ đó.

Tuy nhiên, việc thành lập một quỹ tương hỗ vào thời điểm này gặp rất nhiều khó khăn. Thị trường chứng khoán đang phân chia thành thị trường hai cấp. Gần như toàn bộ lượng tiền quay vòng liên tục giữa các công ty trong nhóm Nifty - Fifty (bao gồm các tên tuổi lớn như IBM và Xerox). Điều này khiến giá của cổ phiếu bị rớt lại. Song, Ruane không hề nản lòng. Sau này, Buffett đã có lần nói: "Tôi rất hài lòng vì các thành viên của mình không những đồng ý để Ruane quản lý vốn mà còn góp thêm vốn. Đây rõ ràng là một kết quả rất khả quan".

Sequoia thực sự là một quỹ tiên phong. Nó là quỹ tương hỗ đầu tiên hoạt động theo phương pháp đầu tư tập trung. Số lượng lớn cổ phần của Sequoia được công chúng nắm giữ chứng tỏ rằng Bill Ruane và Rick Cuniff, cộng sự của ông trong công ty Cuniff & Company đã quản lý được một danh mục đầu tư tập trung có doanh thu thấp. Trung bình, khoảng 90% vốn của quỹ được tập trung vào sáu đến mười công ty nhất định.

Chỉ có duy nhất Bill Ruane mới có quan điểm này. Nhìn chung, các nhà quản lý đều bắt đầu bằng một quan điểm đã định trước về việc quản lý danh mục đầu tư, rồi sau đó mới đưa nhiều loại cổ phiếu đa dạng vào danh mục. Thế nhưng, tại Ruane, và Cuniff & Company thì lại khác. Các thành viên bắt đầu bằng việc lựa chọn một số cổ phiếu tiềm năng nhất, rồi sau đó thiết lập danh mục đầu tư tập trung theo những lựa chọn này.

Tuy nhiên, việc lựa chọn những loại cổ phiếu tiềm năng nhất đòi hỏi phải nghiên cứu chuyên sâu. Về điểm này, một lần nữa công ty Ruane, Cuniff& Company lại có cách thực hiện không giống như các nhà quản lý khác. Họ không làm theo các báo cáo nghiên cứu của Hiệp hội các nhà đầu tư phố Wall. Thay vào đó, họ đầu tư dựa trên chính những nghiên cứu chuyên sâu và điều tra xác thực của mình. Ruane cho biết: "Chúng tôi không tham gia quá nhiều vào các vấn đề nghiên cứu. Tuy nhiên, khi chúng tôi đã tiến hành, thì có lẽ danh thiếp của tôi nên ghi là Bill Ruane, Nhà phân tích nghiên cứu".

Vậy phương pháp quản lý khác biệt này mang lại những gì cho các cổ đông của họ. Bảng 10.2 tóm tắt tình hình đầu tư của Quỹ Sequoia từ năm 1971 đến năm 2003. Trong giai đoạn này, thu nhập trung bình hàng năm của quỹ là 18%, trong khi đó, mức trung bình của chỉ số S&P 500 là 12,9%.

Bảng 10.2 Công ty quản lý quỹ Sequoia

Năm	Biến động hàng năm tính theo tỉ lệ %	
	Quỹ Sequoia	Chỉ số S&P 500 (%)
1971	13.5	14.3
1972	3.7	18.9
1973	-24.0	-14.8
1974	-15.7	-26.4
1975	60.5	37.2
1976	72.3	23.6
1977	19.9	-7.4
1978	23.9	6.4
1979	12.1	18.2
1980	12.6	32.3
1981	21.5	-5.0
1982	31.2	21.4
1983	27.3	22.4
1984	18.5	6.1
1985	28.0	31.6
1986	13.3	18.6
1987	7.4	5.2
1988	11.1	16.5
1989	27.9	31.6
1990	-3.8	-3.1
1991	40.0	30.3
1992	9.4	7.6
1993	10.8	10.0
1994	3.3	1.4
1995	41.4	37.5
1996	21.7	22.9
1997	42.3	33.4
1998	35.5	28.6
1999	-16.5	21.0
2000	20.1	-9.1
2001	10.5	-11.9
2002	-2.6	-22.1
2003	17.1	28.7
Số bình quân	18.0	12.9
Độ lệch chuẩn	20.2	17.7
Mức thấp nhất	-24.0	-26.4
Mức cao nhất	72.3	37.5

Lou Simpson

Cuối những năm 1970, khi bắt đầu mua cổ phần của Government Employees Insuarance Company (GEICO), Buffett cũng mua cổ phần của một công ty bảo hiểm khác và thu được lợi nhuận trực tiếp nhờ tình hình tài chính mạnh của công ty này. Đó là công ty bảo hiểm của Lou Simpson.

Simpson lấy bằng Thạc sỹ Kinh tế tại trường Đại học Princeton. Trước khi được Buffett mời về GEICO năm 1971, Simpson đã làm việc cho cả Stein Roe & Farnham lẫn Western Asset Management. Hiện tại, ông là Tổng Giám đốc Điều hành của Capital Operation. Buffett nhớ lại trong buổi phỏng vấn tuyển dụng, Lou đã thể hiện "tố chất của một nhà đầu tư". Ông nói Lou là một người có quan điểm độc lập và rất tự tin vào những nghiên cứu của bản thân, đồng thời là "người không hề cảm thấy hài lòng khi hoạt động cùng hay chống lại đám đông".

Mặc dù là một người rất ham mê đọc và tìm tòi, nhưng Simpson không để ý đến các nghiên cứu của Phố Wall. Thay vào đó, ông mải mê nghiên cứu báo cáo hàng năm. Quy trình lựa chọn các cổ phiếu của Simpson khá giống với Buffett. Ông chỉ mua cổ phiếu của những công ty có lợi nhuận cao và được quản lý tốt, và có mức giá hợp lý. Simpson có nhiều điểm tương đồng với Buffett:

Ông chỉ tập trung danh mục đầu tư vào một vài loại cổ phiếu và danh mục vốn trị giá hàng tỉ đô la của GEICO thường có chưa đầy 10 loại cổ phiếu.

Trong giai đoạn từ năm 1980 đến năm 1996, danh mục đầu tư của GENCO có mức thu nhập bình quân hàng năm đạt tới 24,7% so với mức trung bình của thị trường là 17.8% (xem số liệu ở Bảng 10.3). Buffett cho biết: "Đây không chỉ là những con số rất lớn, mà quan trọng là Simpson đạt được nó nhờ cách thức đầu tư rất đúng đắn. Ông chỉ đầu tư vào các cổ phiếu đang bị đánh giá thấp. Nếu xét riêng lẻ từng loại, thì chúng không thể gây ra bất kỳ tổn thất nào về tài chính. Còn nếu tập hợp lại, chúng gần như không có khả năng gây ra bất kỳ rủi ro nào".

Cần lưu ý rằng với chiến lược tập trung hoá đôi khi bạn phải kiên trì vài năm nhưng tổng giá trị danh mục đầu tư của bạn vẫn không cao. Ngay cả những nhà đầu tư vĩ đại nhất mà chúng ta không thể phủ nhận tài năng và sự thành công của họ đôi khi cũng phải đối mặt với tình hình không khả quan trong một vài chu kỳ ngắn. Các số liệu ở Bảng 10.4 cho thấy một số giai đoạn khó khăn mà những nhà đầu tư đó đã trải qua.

Bạn nghĩ gì về những điều có thể xảy ra với Munger, Simpson và Ruane nếu họ chỉ là những nhà quản lý non trẻ bắt đầu công việc trong một môi trường không thể nhìn thấy giá trị hoạt động đầu tư của một năm, hay thậm chí chỉ là của một quý. Khi đó, hẳn là họ sẽ phải chật vật với những khoản thua lỗ khổng lồ của các khách hàng.

Bảng 10.2 Lou Simpson, GEICO

	Biến động hàng năm tính theo tỉ lệ %	
Năm	GEICO (%)	Chỉ số S&P 500 (%)
1980	23.7	32.3
1981	5.4	-5.0
1982	45.8	21.4
1983	36.0	22.4
1984	21.8	6.1
1985	45.8	31.6
1986	38.7	18.6
1987	-10.0	5.1
1988	30.0	16.6
1989	36.1	31.7
1990	-9.1	-3.1
1991	57.1	30.5
1992	10.7	7.6
1993	5.1	10.1
1994	13.3	1.3
1995	39.7	37.6
1996	29.2	37.6
Số bình quân	24.7	17.8
Độ lệch chuẩn	19.5	14.3
Mức thấp nhất	-10.0	-5.0
Mức cao nhất	57.1	37.6

Tạo ra sự thay đổi trong danh mục đầu tư

Đừng bao giờ bị ru ngủ bởi ý nghĩ rằng vì danh mục đầu tư tập trung đôi lúc tách biệt với giá cả của thị trường chứng khoán nên bạn không cần thường xuyên nghiên cứu cẩn thận. Cứ cho là

một nhà đầu tư tập trung không nên phụ thuộc vào những thay đổi bất thường của thị trường chứng khoán, nhưng bạn cần luôn nhận thức sâu sắc về những biến động kinh tế của các công ty trong danh mục đầu tư của bạn. Luôn có những thời điểm để mua hoặc bán một loại cổ phiếu nào đó.

Bảng 10.4

	Số năm hoạt động	Số năm hoạt động thua lỗ	Số năm liên tục hoạt động thua lỗ	Số năm hoạt động thua lỗ tính theo tỉ lệ %
Munger	14	5	3	36
Ruane	29	11	4	37
Simpson	17	4	1	24

Quyết định mua: Một chỉ dẫn đơn giản

Khi cân nhắc tiến hành thêm một vụ đầu tư mới, trước tiên, Buffett thường xem lại những loại cổ phiếu mà ông đang sở hữu để đánh giá xem liệu vụ đầu tư mới này có đem lại hiệu quả tốt hơn hay không. Charlie Munger nhấn mạnh: "Tất cả những gì Buffett nói rất hữu ích đối với bất cứ nhà đầu tư nào. Với mỗi cá nhân, thứ tốt nhất mà chúng ta có đó là phương pháp đo lường".

Các sự kiện sắp xảy ra là một trong bí quyết làm tăng giá trị danh mục đầu tư quan trọng nhất nhưng thường bị bỏ sót. Charlie nói: "Nếu loại cổ phiếu mới mà bạn định mua không tốt hơn cổ phiếu mà bạn đang có, bạn đừng mua chúng. Nó sẽ loại bỏ 99% những gì bạn xem xét".

Quyết định bán: Hai lý do xác đáng để tiến hành từ từ

Đầu tư tập trung là một chiến lược đầu tư dài hạn. Nếu bạn hỏi Buffett rằng thời gian nắm giữ bao lâu là lý tưởng nhất, chắc chắn Buffett sẽ trả lời là "chừng nào công ty vẫn hoạt động hiệu quả hơn thị trường và cách thức quản lý hợp lý tạo ra thu nhập cao cho nó thì chừng đó bạn hãy cứ nắm giữ cổ phiếu của công ty đó". Ông giải thích "không giao dịch gì giúp chúng ta có những hành vi thông minh".

Nếu bạn sở hữu một công ty kém cỏi, hãy bán cổ phiếu của công ty đó để thu hồi vốn. Nếu không, gần như bạn sẽ không thu được gì từ nó trong suốt quãng thời gian dài. Ngược lại, nếu bạn sở hữu một công ty làm ăn rất hiệu quả, thì việc cuối cùng bạn nên làm mới là bán cổ phiếu của nó đi".

Chiến lược quản lý danh mục đầu tư nghe có vẻ "thụ động" này (vì ít tiến hành các giao dịch) có thể lạ lùng và bị những nhà đầu tư cổ phiếu chủ động chế giễu. Tuy nhiên, bên cạnh việc đem lại

mức tăng trưởng lợi nhuận cao hơn mức trung bình của thị trường, chiến lược này còn mang lại hai lợi ích kinh tế hết sức quan trọng nữa:

1. Giảm chi phí giao dịch: Đây là lợi ích cơ bản, có thể dễ dàng nhận ra của chiến lược này. Mỗi khi bạn thực hiện một giao dịch mua hay bán, bạn đều phải trả phí môi giới và nó làm giảm thu nhập của bạn.

2. Tăng lợi nhuận sau thuế cho nhà đầu tư: Mỗi khi bạn bán một loại cổ phiếu nào đó và có lợi nhuận so với lúc mua, bạn sẽ bị đánh thuế thu nhập vào khoản lợi nhuận đó. Vậy giải pháp là: Hãy để cổ phiếu đấy. Vì nếu bạn đặt những khoản thu đúng chỗ (tức, những khoản thu chưa thực hiện), số tiền của bạn sẽ còn tăng thêm rất nhiều. Nhìn chung, các nhà đầu tư thường đánh giá thấp giá trị to lớn của các khoản thu chưa thực hiện. Buffett gọi các khoản thu này là "khoản vay không tính lãi suất từ kho bạc".

Để làm rõ điểm này, Buffett đề nghị chúng ta hãy thử hình dung xem điều gì sẽ xảy ra nếu chúng ta mua một cổ phiếu với giá 1 đô la mà cuối năm giá trị của nó sẽ tăng lên gấp đôi. Nếu bạn bán cổ phiếu đó đi vào cuối năm đầu tiên, bạn sẽ thu được khoản lãi ròng là 0,66 đô la (với giả định là bạn phải chịu mức thuế thu nhập là 34%). Rồi bạn tái đầu tư số tiền 1,66 đô la, và nó lại tăng giá trị lên gấp đôi vào cuối năm. Nếu như năm nào, khoản đầu tư cũng tăng giá trị lên gấp đôi, và bạn cứ bán đi vào cuối năm, rồi nộp thuế, sau đó tiếp tục tái đầu tư thì đến cuối năm thứ 20, bạn sẽ có một khoản lãi ròng là 25.200 đô la sau khi nộp 13.000 đô la tiền thuế. Trong khi đó, nếu bạn mua cổ phiếu giá 1 đô la mà giá trị của nó cũng tăng gấp đôi mỗi năm, nhưng bạn không bán đi cho đến khi kết thúc năm thứ hai mươi. Khi đó, bạn sẽ thu được khoản lãi ròng là 692.000 đô la sau khi nộp 356.000 đô la tiền thuế.

Như vậy, chiến lược tối ưu nhất để đạt được khoản lợi nhuận sau thuế lớn là luôn giữ tỉ lệ thu nhập hàng năm của danh mục đầu tư từ 0% đến 20%. Để giữ tỉ lệ thu nhập hàng năm thấp, bạn có thể thực hiện hai chiến lược sau. Một là, hãy gắn nó với một quỹ tương hỗ, theo định nghĩa, tỉ lệ thu nhập tính theo năm của các quỹ này rất thấp. Tuy nhiên, những ai thích phong cách đầu tư chủ động hơn có thể áp dụng chiến lược thứ hai: đầu tư tập trung.

Những khó khăn khi thực hiện chiến lược đầu tư tập trung

Mục đích của tôi là đưa ra những lập luận cho chiến lược đầu tư tập trung mà nhờ nó, Buffett đã gặt hái được những thành công lớn. Song, sẽ là thiếu sót nếu như tôi không đề cập đến hậu quả tất yếu của chiến lược này. Đó là tính không ổn định cao của giá chứng khoán. Bởi lẽ, khi danh mục đầu tư của bạn chỉ tập trung vào một vài công ty, thì một thay đổi bất kỳ về giá của mỗi loại chứng khoán trong danh mục sẽ có tác động lớn đến danh mục của bạn.

Khả năng đối phó với sự bất ổn định này có tính chất quyết định đối với thành công của doanh nghiệp và khả năng xử lý bình tĩnh của bạn. Hãy xem những tác động của tâm lý con người đối với kết quả đầu tư được đề cập trong Chương 11.

Các vấn đề tài chính luôn là những vấn đề ảnh hưởng nhiều nhất đến tâm lý của tất cả chúng ta. Có lẽ, điều này chẳng bao giờ thay đổi. Tuy nhiên, tại cùng một thời điểm, nếu cảm xúc quá mạnh có thể khiến hành động của bạn không sáng suốt. Cách khắc phục là bạn phải kiềm chế cảm xúc của mình. Điều đó sẽ đơn giản hơn nếu bạn hiểu những yếu tố cơ bản nhất về tâm lý con người.

Thách thức đối với thành công

Buffett không gặp khó khăn với vấn đề tâm lý vì ông rất am hiểu yếu tố cảm xúc trong lĩnh vực đầu tư. Thách thức đối với ông là việc duy trì tỉ lệ thu nhập mà những người khác kỳ vọng ở ông. Thứ nhất, trong những năm trở lại đây, Buffett rất khó tìm được những loại cổ phiếu theo tiêu chí của ông. Đây là vấn đề về thị trường. Thứ hai, bạn cần có một mức doanh thu kinh tế lớn để duy trì định hướng khi phải điều hành một công ty với số vốn 100 tỷ đô la. Đây là vấn đề về quy mô.

Buffett giải thích: “Trong một vài năm trước đây, một vụ đầu tư trị giá 10 triệu đô la có thể khiến chúng ta băn khoăn. Hiện nay, kết hợp 10 cơ hội như vậy và tăng gấp 3 giá trị mỗi cơ hội sẽ chỉ tăng giá trị thuần của Berkshire lên 0,25%. Bây giờ, chúng ta cần những vụ đầu tư thật lớn để thu về lợi nhuận đáng kể nhưng thật khó để tìm được một vụ đầu tư như vậy”. Kể từ đầu năm 2002, giá trị thuần của Berkshire tiếp tục tăng lên và có lẽ việc tìm kiếm những cơ hội lớn đó ngày càng trở nên khó khăn hơn.

Thông tin tốt cho hầu hết các nhà đầu tư là họ có thể gạt đi lo lắng. Một tin tốt khác là nền tảng của việc đầu tư tập trung vẫn có tác dụng bất kể quy mô vốn của bạn như thế nào. Dù bạn có bao nhiêu tiền, bạn sẽ luôn muốn làm theo đúng như những gì Buffett đã làm: Khi thấy một sự kiện có khả năng lợi nhuận cao, hãy đặt cược lớn.

11. TÂM LÝ TIỀN BẠC

Nghiên cứu điều gì có ảnh hưởng đến hành động của tất cả chúng ta là việc thật vô cùng hấp dẫn. Điều này đặc biệt lôi cuốn tôi bởi nó đóng vai trò quan trọng trong đầu tư, một lĩnh vực mà người ta thường bị chi phối bởi những con số nhạt nhẽo và dữ liệu vô hồn. Khi đi đến một quyết định đầu tư, đôi lúc chúng ta cảm thấy không tin tưởng, thường là mâu thuẫn và đôi khi lại không sáng suốt. Có những lúc, chúng ta liên tục đưa ra những quyết định không hợp lý, nhưng chúng ta lại không nhận thấy điều đó. Chúng ta đưa ra những quyết định đúng vì những lý do không giải thích được, và quyết định sai vì chẳng có lý do hợp lý nào cả.

Điều thực sự đáng báo động và tất cả các nhà đầu tư cần biết là chính họ thường không nhận thức được rằng quyết định họ đưa ra là sai lầm. Để hiểu biết thấu đáo về thị trường và việc đầu tư, chúng ta phải hiểu sự phi lý trong chính bản thân chúng ta. Do sự sợ hãi hay tính tham lam, hoặc cả hai, các nhà đầu tư thường mua hay bán cổ phiếu ở mức giá không hợp lý, quá cao hoặc quá thấp so với giá trị thực của công ty. Nói cách khác, cảm tính của các nhà đầu tư có tác động rõ rệt hơn cả tình hình công ty.

Nhiều vấn đề ảnh hưởng đến quyết định mua chứng khoán được giải thích chỉ bằng những nguyên tắc trong hành vi ứng xử của con người. Theo định nghĩa, thị trường là tập hợp các quyết định của những người mua cổ phiếu, cho nên không có gì là cường điệu khi nói rằng động cơ tâm lý có tác động tích cực và tiêu cực lên toàn bộ thị trường.

Thành công trong đầu tư không tương quan với chỉ số IQ nếu chỉ số của bạn trên 125. Nếu bạn khá thông minh, thì cái bạn cần là khả năng kiểm soát những ham muốn khiến người ta gặp khó khăn trong đầu tư.

WARREN BUFFETT, 1999

Do đó, bất cứ ai hy vọng tham gia thị trường để tìm kiếm lợi nhuận đều phải chấp nhận ảnh hưởng của cảm xúc. Đây là vấn đề mang tính hai mặt: Kiểm soát những cảm xúc biểu lộ trên nét mặt càng nhiều càng tốt và nhạy bén với những thời điểm đem đến cho bạn cơ hội quý giá khi quyết định của các nhà đầu tư khác bị tình cảm chi phối.

Bước đầu tiên trong việc đánh giá chính xác ảnh hưởng của cảm xúc trong đầu tư là hiểu được nó. Sẽ thật may mắn nếu chúng ta có những thông tin tốt trong tay. Trong những năm gần đây, các nhà tâm lý bắt đầu quan tâm đến hoạt động của các nguyên tắc ứng xử của con người khi tiền bạc trở thành động lực. Sự pha trộn của kinh tế học và tâm lý học được gọi là tài chính hành

vi. Nhưng mãi đến tận bây giờ, nó mới thoát khỏi lý thuyết của các trường đại học để trở thành một phần trong cuộc họp giữa các chuyên gia đầu tư, những người mà nếu nhìn lên vai họ, bạn sẽ thấy bóng dáng nụ cười của Ben Graham.

Tính cách của nhà đầu tư thực sự

Như chúng ta đã biết, Ben Graham thường khuyến khích các sinh viên của mình nghiên cứu sự khác biệt cơ bản giữa nhà đầu tư và nhà đầu cơ. Theo ông, người đầu cơ cố gắng đoán trước và kiếm lợi từ sự thay đổi giá, còn nhà đầu tư chỉ tìm kiếm để mua cổ phiếu của các công ty với giá hợp lý. Sau đó, ông giải thích tiếp: Nhà đầu tư thành công thường là người có những tính cách nhất định: bình tĩnh, kiên nhẫn, sáng suốt. Nhà đầu cơ có tính cách trái ngược: nôn nóng, thiếu kiên nhẫn, và không lý trí. Kẻ thù lớn nhất của họ không phải là thị trường chứng khoán mà là bản thân họ. Họ có thể có khả năng về toán học, tài chính, và kế toán, nhưng nếu không thế kiểm soát cảm xúc, họ sẽ gặp khó khăn khi kiếm lợi từ đầu tư.

Graham hiểu bất lợi của cảm xúc đối với thị trường rõ như bất cứ nhà tâm lý hiện đại nào. Quan điểm của ông cho rằng người ta có thể nhận ra các nhà đầu tư thực sự thông qua tính cách và kỹ năng của họ vẫn đúng cho đến tận ngày hôm nay.

Các nhà đầu tư có những đặc điểm sau:

● Bình tĩnh. Họ biết rằng dưới ảnh hưởng của các tác động hợp lý và không hợp lý, giá chứng khoán sẽ giảm hoặc tăng kể cả chứng khoán mà họ sở hữu. Khi chuyện đó xảy ra, họ bình thản phản ứng; đầu tiên họ biết rằng chừng nào công ty vẫn còn những phẩm chất từng thu hút họ đầu tư, thì chừng đó, giá chứng khoán sẽ khôi phục trở lại. Trong lúc đó, họ không thấy hoang mang.

Buffett nói thẳng quan điểm của ông về vấn đề này: Nếu bạn quá hoảng sợ khi thấy chứng khoán giảm 50%, thì bạn không nên đầu tư vào thị trường chứng khoán. Ông nói thêm, miễn là bạn thấy việc kinh doanh của bạn hiệu quả, bạn nên đón nhận mức giá thấp hơn như một cách để tăng lợi nhuận cổ phần của bạn.

Các nhà đầu tư thực sự cũng rất bình tĩnh khi đối diện với cái mà chúng ta gọi là ảnh hưởng của tâm lý đám đông. Khi một chứng khoán, một ngành công nghiệp hay một quỹ tương hỗ đột nhiên trở nên lôi cuốn, đám đông sẽ đổ xô theo hướng đó. Vấn đề là ở chỗ khi mọi người đưa ra cùng một quyết định vì “mọi người” đều biết là phải làm như vậy, thì không ai có thể thu lợi cả. Trong bài bình luận đăng trên tạp chí Fortune cuối năm 1999, Buffett khẳng định nhân tố “không thể bỏ lỡ xu hướng chung” đã gây ảnh hưởng đến nhiều nhà đầu tư vào thị trường giá

lên. Ông cảnh bảo: Những nhà đầu tư thực sự sẽ không lo lắng khi bỏ lỡ xu hướng chung. Họ lo lắng về việc tiếp cận những xu hướng mới mà họ chưa sẵn sàng.

● Kiên nhẫn. Thay vì bị cuốn theo đám đông, các nhà đầu tư thực sự nói không nhiều hơn nói có. Buffett nhớ lại rằng khi ông làm việc cho Graham – Newman với vị trí phân tích chứng khoán để xác định thời điểm mua vào, Ben Graham từ chối hầu hết các gợi ý của ông. Buffett nói Graham không bao giờ muốn mua chứng khoán nếu ông không hài lòng với tất cả. Từ kinh nghiệm này, Buffett hiểu rằng khả năng nói không là một lợi thế rất lớn của các nhà đầu tư.

Chúng ta không cần phải thông minh hơn người khác, chúng ta chỉ cần tự chủ hơn họ.

WARREN BUFFETT, 2002

Buffett tin rằng hiện nay có tình trạng rất nhiều nhà đầu tư, thay vì chờ đợi một vài công ty đặc biệt, lại thấy cần mua thật nhiều chứng khoán, đa phần những chứng khoán này đều là chứng khoán thường. Để củng cố bài học của Graham, Buffett thường sử dụng hình ảnh phiếu đục lỗ để so sánh. Ông nói: "Một nhà đầu tư nên hành động như thể anh ta có một phiếu quyết định trong cả đời chỉ với 20 lỗ được đóng trên đó. Với mỗi quyết định đưa ra, phiếu đó sẽ bị đục một lỗ. Càng về sau, phiếu của anh ta sẽ càng có ít chỗ đục lỗ hơn". Buffett chỉ ra rằng nếu nhà đầu tư bị hạn chế theo cách này, họ sẽ buộc phải kiên nhẫn chờ đợi cho đến khi có cơ hội đầu tư lớn hơn.

● Sáng suốt. Các nhà đầu tư tiếp cận thị trường và thế giới dựa trên những suy nghĩ hợp lý. Họ không quá bi quan cũng như không lạc quan thái quá; trái lại, họ suy nghĩ logic và sáng suốt.

Buffett thấy rất lạ khi có quá nhiều người thường không thích những thị trường họ quan tâm nhất nhưng lại thích những thị trường liên tục gây khó khăn cho họ. Họ lạc quan khi thị giá tăng, bi quan khi giá giảm. Nếu họ dấn thêm bước nữa và để những cảm giác này ảnh hưởng đến hành động, họ sẽ làm gì? Bán ra ở mức giá thấp hơn và mua vào ở mức giá cao hơn. Rõ ràng, đây không phải là chiến lược có lợi nhất.

Sự lạc quan thái quá nảy sinh trong đầu họ khi các nhà đầu tư tự dưng giả định rằng bằng cách nào đó, số phận mỉm cười với họ và chứng khoán họ lựa chọn sẽ là một trong hàng trăm loại chứng khoán thực sự khởi sắc. Điều này đặc biệt phổ biến trong thị trường giá lên khi sự quá kỳ vọng diễn ra phổ biến. Những người lạc quan thấy họ không cần thiết phải phân tích và nghiên cứu căn bản, những điều đã đem lại thành công cho các nhà đầu tư dài hạn thực sự (ví dụ, trong trường hợp này là số ít nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu của các công ty công nghệ) bởi vì những số liệu trong ngắn hạn rất hấp dẫn.

Sự bi quan thái quá, dù là hướng vào một công ty cụ thể hay thị trường nói chung, sẽ khiến các nhà đầu tư bán ra vào thời điểm hoàn toàn sai lầm. Theo quan điểm của Buffett, các nhà đầu tư thực sự cảm thấy hài lòng khi phần lớn giới đầu tư bi quan vì họ thấy được bản chất của vấn đề: Đây là thời điểm lý tưởng để mua cổ phiếu của công ty tốt với mức giá thỏa thuận. Ông nói bi quan là "nguyên nhân phổ biến khiến giá giảm… Chúng ta muốn kinh doanh trong môi trường như thế không phải bởi vì chúng ta thích sự bi quan mà do chúng ta thích mức giá nó đem lại. Chính sự lạc quan là kẻ thù của các nhà đầu tư sáng suốt".

Nhà đầu tư cảm thấy lạc quan hay bi quan là dựa trên suy nghĩ của các nhà đầu tư về tương lai. Dự đoán điều gì sắp xảy ra đòi hỏi bạn phải rất tinh tế, và thật ngốc nghếch nếu lạc quan (hay bi quan) dựa trên cảm xúc nhiều hơn là nghiên cứu. Buffett không cố gắng đoán trước các giai đoạn thị trường tăng hoặc giảm. Thay vào đó, ông quan sát xu hướng cảm xúc chung của toàn bộ thị trường, và hành động theo đó. Ông giải thích: "Chúng ta chỉ đơn thuần nỗ lực để sợ hãi khi những người khác tham lam và chỉ tham lam khi những người khác sợ hãi".

Giới thiệu Ngài Thị trường

Để chỉ cho sinh viên của mình biết cảm xúc có liên quan chặt chẽ đến biến động của thị trường như thế nào, và giúp họ nhận ra những ảnh hưởng tiêu cực nếu không chế ngự được cảm xúc, Graham đã tạo ra một nhân vật có tính biểu tượng có tên là "Ngài Thị Trường". Sau này, Buffett thường chia sẻ câu chuyện về Ngài Thị trường với các cổ đông của Berkshire.

Tưởng tượng rằng bạn và Ngài Thị trường là đối tác trong một doanh nghiệp tư nhân. Ngày nào cũng thế, Ngài Thị trường báo mức giá ông sẵn sàng mua cổ phần của bạn hoặc bán cổ phần của ông cho bạn. Doanh nghiệp do cả bạn và ông ta cùng sở hữu may mắn có được tình hình kinh tế ổn định, nhưng báo giá của Ngài Thị trường lại thay đổi liên tục. Như bạn biết, Ngài Thị trường thường xuyên thay đổi cảm xúc. Trong một vài ngày, ông ta vui vẻ và hết sức lạc quan, và có thể nhìn thấy những ngày tươi đẹp hơn ở phía trước. Gần đây, ông đề nghị trả một mức giá rất cao cho các cổ phần trong doanh nghiệp của bạn. Vào thời điểm khác, Ngài Thị trường lại chán nản và vô cùng bi quan. Ông không thấy được gì ngoài những rắc rối ở phía trước, ông định giá rất thấp cho cổ phần của bạn trong doanh nghiệp.

Graham nói Ngài Thị trường có một đức tính rất dễ mến: Ông không để ý đến việc bị lạnh nhạt. Nếu báo giá của ông bị tảng lờ, ông sẽ quay trở lại vào ngày hôm sau với một báo giá mới. Graham cảnh báo sinh viên của ông rằng chính sổ tay chứ không phải sự sáng suốt của Ngài Thị trường là cái có ích. Nếu Ngài Thị trường thể hiện thái độ ngốc ngếch, bạn có thể thoái mái tảng lờ hay lợi dụng ông, nhưng sẽ thật tồi tệ nếu bạn lại chịu ảnh hưởng của ông.

Graham viết: ”Nhà đầu tư tự cho phép mình hành động bột phát hay lo lắng quá mức do ảnh hưởng từ sụt giảm vô lý của thị trường tới tài sản của ông ta, thì nhà đầu tư đó đang sai lầm khi chuyển lợi thế cơ bản của mình sang bất lợi cơ bản".

Để thành công, các nhà đầu tư cần có đầu óc kinh doanh tốt và khả năng bảo vệ mình khỏi ảnh hưởng từ cảm xúc của Ngài Thị Trường. Không ai có thể tồn tại một mình. Một nhân tố rất quan trọng trong thành công của Buffett là ông luôn tránh được những tác động cảm xúc của thị trường chứng khoán. Ông thừa nhận Ben Graham và Ngài Thị trường đã dạy ông cách bảo vệ mình khỏi những cảm xúc ngốc ngếch đó.

Ngài Thị trường gặp Charlie Munger

Đã hơn 60 năm kể từ khi Ben Graham giới thiệu nhân vật Ngài Thị trường, 60 năm kể từ khi ông bắt đầu viết về sự vô lý tồn tại trên thị trường. Tuy nhiên, ngay cả những năm sau đó, thái độ của các nhà đầu tư vẫn không có chút thay đổi rõ ràng nào. Họ vẫn hoạt động không hợp lý. Những sai lầm ngớ ngẩn vẫn diễn ra hàng ngày. Sự sợ hãi và tham lam vẫn tràn ngập thị trường.

Bằng nhiều cuộc điều tra và nghiên cứu trên lý thuyết, chúng ta có thể tìm ra sự ngớ ngẩn của các nhà đầu tư. Nếu chúng ta làm theo hướng dẫn của Buffett, chúng ta có thể chuyển sự sợ hãi và tham lam của người khác thành lợi thế của mình. Nhưng để hiểu rõ về tác động của cảm xúc trong đầu tư, chúng ta hãy chuyển sang một nhân vật khác: Charlie Munger.

Sự hiểu biết của Munger về ảnh hưởng của tâm lý tới các nhà đầu tư và sự quả quyết xem xét vấn đề này của ông có ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động của Berkshire Hathaway. Có thể nói, nó là một trong những đóng góp quan trọng nhất của ông. Ông đặc biệt nhấn mạnh đến cái gọi là tâm lý phán đoán sai lầm: Điều gì trong bản chất khiến người ta đưa phán đoán sai lầm?

Munger tin rằng nguyên nhân chủ yếu là do chúng ta phân tích không đầy đủ. Chúng ta đưa ra quyết định quá nhanh chóng, và rất dễ bị lầm đường và bị lôi kéo. Để đối phó với vấn đề này, Munger tạo một thói quen tinh thần giúp đỡ ông rất nhiều: Trong bài phát biểu được in lại trong tập san Outstanding Investor Digest năm 1994, ông nói: “Bản thân tôi đã nhận ra và bây giờ đang sử dụng một phép phân tích hai hướng. Đầu tiên là tìm ra nhân tố nào thực sự ảnh hưởng đến các lợi ích liên quan, được xem xét sáng suốt; và thứ hai, tiềm thức có ảnh hưởng như thế nào khi não bộ không thể kiểm soát những hành động tuy có ích nhưng không đúng chức năng.

Tài chính hành vi

Xét trên nhiều khía cạnh, Charlie Munger chính là người tiên phong trong lĩnh vực này. Ông đã nghiên cứu và nói về những khía cạnh tâm lý hành vi trên thị trường từ rất lâu trước khi các chuyên gia đầu tư khác nghiêm túc chú ý đến nó. Song, đó mới chỉ là khởi đầu của thay đổi. Hiện nay Tài chính hành vi là ngành học chính thức trong các khoa Kinh tế của các trường đại học lớn, và trở thành đề tài chính trong công trình nghiên cứu của Richard Thaler, giảng viên trường Đại học Chicago.

Quan sát thấy mọi người thường mắc những lỗi ngớ ngẩn và đưa ra các giả định thiếu logic khi thực hiện giao dịch tài chính, các viện sĩ, trong đó có cả Thaler, bắt đầu nghiên cứu các khái niệm tâm lý sâu hơn để giải thích sự thiếu sáng suốt trong suy nghĩ của con người. Đây là một lĩnh vực nghiên cứu tương đối mới mẻ, nhưng rất hấp dẫn và có ích lợi rõ ràng đối với các nhà đầu tư thông minh.

Quá tự tin

Một số nghiên cứu về tâm lý đã cho thấy lỗi phán đoán xảy ra là do người ta thường quá tự tin. Khi đặt ra câu hỏi "Trình độ lái xe của anh/chị như thế nào?" cho nhiều người, đa số sẽ nói rằng họ là những người lái xe thành thạo. Còn khi được hỏi về khả năng chẩn đoán viêm phổi, 90% số bác sĩ sẽ tin rằng họ chẩn đoán chính xác trong khi thực tế chỉ có 50% nói đúng.

Bản thân sự tự tin không phải là xấu. Nhưng quá tự tin lại là chuyện khác, và đặc biệt nó có thể gây tác hại khi chúng ta thực hiện giao dịch tài chính. Các nhà đầu tư quá tự tin không chỉ đưa ra các quyết định ngốc nghếch đối với bản thân họ mà còn gây ảnh hưởng xấu cho toàn bộ thị trường.

Quá tự tin giải thích lý do tại sao có rất nhiều nhà đầu tư quyết định sai lầm. Họ quá tự tin về những thông tin họ thu được và nghĩ rằng họ suy nghĩ đúng.

Xu hướng phản ứng quá mạnh

Thaler chỉ ra một số nghiên cứu chứng minh rằng người ta quá đề cao một vài sự kiện ngẫu nhiên, và nghĩ rằng họ nắm được xu hướng. Đặc biệt, một số nhà đầu tư còn có ý định chỉ chọn những thông tin gần nhất và khai thác nó. Do đó, trong suy nghĩ của họ, báo cáo thu nhập gần nhất trở thành dấu hiệu của khoản thu nhập trong tương lai. Tin rằng họ nhìn thấy cái mà người khác không thấy, họ nhanh chóng đưa ra quyết định dựa trên suy nghĩ nông cạn của mình.

Quá tự tin cũng xuất hiện trong trường hợp này: Người ta tin rằng họ có những dữ liệu rõ ràng hơn những người khác và giải thích nó chính xác hơn. Nhưng phản ứng quá mạnh còn khiến cho sai lầm trở nên trầm trọng hơn. Các nhà nghiên cứu hành vi con người hiểu rằng người ta có xu hướng phản ứng mạnh với các tin xấu và phản ứng chậm với các tin tốt. Xu hướng này được các nhà tâm lý học đặt tên là phản ứng quá mạnh. Do đó nếu báo cáo lợi nhuận trong ngắn hạn không tốt, thì phản ứng đặc trưng của các nhà đầu tư sẽ rất mạnh, đột ngột và thiếu cân nhắc.

Thaler coi việc quá để ý đến ngắn hạn giống như phong cách của một nhà đầu tư "cận thị" và tin rằng hầu hết các nhà đầu tư sẽ khôn ngoan hơn, nếu họ không nhận được báo cáo hàng tháng. Trong một nghiên cứu thực hiện cùng các nhà kinh tế hành vi, ông đã chứng minh ý tưởng của mình là đúng.

Thaler và các cộng sự yêu cầu một nhóm sinh viên chia thành hai nhóm nghiên cứu danh mục đầu tư giả thuyết cho chứng khoán và Trái phiếu kho bạc. Nhưng đầu tiên, họ để các sinh viên ngồi trước một máy vi tính và giả định tiền lãi của danh mục đầu tư trong khoảng thời gian là 25 năm. Một nửa số sinh viên liên tục được cung cấp thông tin cho thấy thị trường thay đổi liên tục. Nhóm còn lại chỉ được cung cấp thông tin về tình hình hoạt động định kỳ trong thời gian năm năm. Sau đó, Thaler yêu cầu mỗi nhóm phân bổ danh mục đầu tư cho 40 năm tới.

Nhóm được đưa dồn dập quá nhiều thông tin, trong đó chắc chắn có những thông tin về các khoản lỗ, chỉ dùng 40% số tiền cho thị trường chứng khoán. Còn nhóm chỉ nhận được những thông tin về hoạt động đã phân bổ gần 70% danh mục đầu tư cho chứng khoán. Thaler, với kinh nghiệm mỗi năm diễn thuyết tại Hội nghị về hành vi được tài trợ bởi Ủy ban nghiên cứu Kinh tế Quốc gia và trường Đại học Quốc gia John F.Kennedy tại Harvard, đã nói: "Lời khuyên của tôi với các bạn là hãy đầu tư cổ phiếu và sau đó, đừng mở thư báo".

Nghiên cứu này nhấn mạnh quan điểm của Thaler về các nhà đầu tư cận thị: sự thiển cận dẫn tới các quyết định sai lầm. Một phần nguyên nhân khiến cận thị gây ra một phản ứng thiếu sáng suốt như vậy là do một loại tâm lý khác: Bản năng muốn tránh thất bại.

Ác cảm với thua lỗ

Theo các nhà đầu tư tin vào thuyết hành vi, nỗi đau thua lỗ còn lớn hơn nhiều niềm vui khi có lợi nhuận. Nhiều nghiên cứu của Thaler và những người khác đã chứng minh rằng con người cần thành công nhiều gấp đôi để vượt qua một thất bại. Với tỷ lệ đánh cược chính xác là 50/50, hầu hết mọi người sẽ không bao giờ mạo hiểm trừ phi thành công dự tính cao gấp đôi thất bại dự tính.

Điều này được gọi là Ác cảm thất bại không cân xứng: Mặt tiêu cực có ảnh hưởng lớn hơn mặt tích cực, và đó chính là khía cạnh cơ bản trong tâm lý con người. Xét trong thị trường chứng khoán, điều này có nghĩa là các nhà đầu tư cảm thấy thất vọng vì thua lỗ nhiều gấp đôi niềm vui khi chiến thắng.

Ác cảm đối với thua lỗ khiến các nhà đầu tư thận trọng quá mức với giá cao. Tất cả chúng ta đều muốn tin rằng quyết định của mình là đúng đắn. Do đó, chúng ta giữ lại các lựa chọn sai lầm quá lâu với hy vọng mong manh rằng nhiều thứ sẽ thay đổi. Nếu không tin rằng mình từng sai lầm, chúng ta sẽ không bao giờ phải đối mặt với những thất bại do mình gây nên. Nếu không bán đi những sai lầm, bạn có thể tiếp tục kiếm lợi bằng cách tái đầu tư thông minh.

Tính toán trí tuệ

Khía cạnh cuối cùng cần quan tâm trong tài chính hành vi là tâm lý Tính toán trí tuệ. Tâm lý này cho thấy thói quen thay đổi triển vọng tiền bạc khi hoàn cảnh xung quanh thay đổi. Chúng ta có xu hướng gửi tiền vào các "tài khoản" khác nhau và quyết định chúng ta sẽ sử dụng chúng như thế nào.

Một ví dụ đơn giả sẽ minh họa điều này. Hãy tưởng tượng bạn đang trở về nhà cùng chồng/vợ bạn vào một buổi tối. Bạn lấy ví để trả cho người trông trẻ, nhưng không tìm thấy 20 đô la mà bạn nghĩ là ở trong ví. Do đó, trên đường đến nhà người trông trẻ, bạn dừng ở trạm ATM và rút ra 20 đô la khác. Ngày hôm sau, bạn phát hiện ra tờ 20 đô la đầu tiên ở trong túi áo.

Giống như mọi người, ban sẽ thấy rất sung sướng. 20 đô la trong túi áo là tiền "được tìm thấy". Mặc dù cả hai tờ 20 đô la đều từ tài khoản của bạn, và cả hai tờ đều là tiền bạn phải làm việc vất vả mới có được, nhưng tờ 20 đô la trong tay bạn là tiền bạn không hy vọng có, và bạn thoải mái tiêu nó không cần tính toán.

Một lần nữa, Richard Thaler đã tiến hành thử nghiệm lý thuyết để chứng minh khái niệm này. Ông bắt đầu tiến hành với hai nhóm người. Các thành viên trong nhóm đầu tiên được đưa cho 30 đô la tiền mặt và có hai lựa chọn: (1) Họ có thể bỏ tiền vào túi và bỏ đi, hoặc (2) tung đồng xu. Nếu họ thắng, họ có thêm 9 đô la và nếu họ thua họ sẽ mất 9 đô la. Hầu hết mọi người (70%) đã đánh cược vì họ thấy rằng ít nhất họ cũng còn lại 21 đô la. Những người ở nhóm hai nhận được lời đề nghị khác: (1) Họ có thể đánh cược đồng xu xấp hay ngửa: Nếu họ thắng, họ sẽ có 39 đô la và nếu họ thua họ sẽ có 21 đô la; hoặc (2) họ có thể có 30 đô la chẵn nếu không đánh cược xấp ngửa. Hơn một nửa (57%) quyết định lấy khoản tiền chắc chắn. Cả hai nhóm đều có khoản tiền bằng nhau với lợi thế như nhau, nhưng họ nhận thức vấn đề khác nhau.

Chấp nhận rủi ro

Giống như một nam châm hút tất cả mảnh kim loại gần nó, mức độ chịu đựng rủi ro của bạn gắn liền với các yếu tố tài chính tâm lý. Các khái niệm tâm lý rất trừu tượng; chính những quyết định mua bán hàng ngày của bạn khiến chúng trở nên thực tế hơn. Và một điểm chung trong tất cả các quyết định đó là bạn cảm nhận về rủi ro như thế nào.

Trong khoảng 12 năm qua, những chuyên gia đầu tư đã mất rất nhiều công sức để giúp mọi người có thể đánh giá mức độ chấp nhận rủi ro của họ. Ban đầu, đó dường như là một công việc đơn giản. Bằng cách đưa ra các cuộc phỏng vấn và các bảng câu hỏi, họ có thể lập được bản mô tả sơ lược rủi ro cho mỗi nhà đầu tư. Vấn đề là ở chỗ mức độ chấp nhận rủi ro của con người lại dựa trên cảm xúc, và điều đó có nghĩa là nó sẽ thay đổi theo hoàn cảnh. Khi thị trường giảm mạnh, ngay cả những nhà đầu tư mạo hiểm nhất cũng trở nên rất cẩn trọng. Còn khi thị trường bùng nổ, có vẻ tốc độ mua thêm chứng khoán các nhà đầu tư thận trọng cũng nhanh như các nhà đầu tư mạo hiểm.

Việc tìm hiểu bản chất của chấp nhận rủi ro đòi hỏi phải xem xét kỹ lưỡng những câu hỏi đánh giá chất lượng và những vấn đề điều tra tâm lý. Vài năm trước đây, với sự hợp tác của Tiến sỹ Justin Green của trường Đại học Villanova, tôi đã tìm ra một công cụ phân tích rủi ro trực tiếp và rõ ràng hơn, chủ yếu dựa trên tính cách con người.

Khi tổng kết nghiên cứu, chúng tôi thấy có xu hướng chấp nhận rủi ro liên quan đến hai yếu tố về dân số: giới tính và tuổi tác. Nữ giới luôn cẩn trọng hơn nam giới, và người lớn tuổi không dám chấp nhận rủi ro như người trẻ tuổi. Xem xét các yếu tố tính cách, chúng ta biết rằng các nhà đầu tư có mức độ chấp nhập rủi ro cao sẽ đặt mục tiêu và tin tưởng rằng họ có thể kiểm soát được môi trường và tạo ảnh hưởng lên kết quả của nó. Họ coi thị trường chứng khoán là nơi chứa đựng những bất ngờ, trong đó thông tin kết hợp với những lựa chọn sáng suốt sẽ đem lại thắng lợi.

Đối với các nhà đầu tư, ngụ ý của tâm lý hành vi rất rõ ràng: Chúng ta quyết định đầu tư như thế nào? Chúng ta lựa chọn quản lý đầu tư như thế nào? Có rất nhiều việc phải làm với suy nghĩ của chúng ta về tiền bạc. Tính toán trí tuệ được đưa ra vì một lý do khác, mọi người không bán chứng khoán đang xuống giá. Trong suy nghĩ của họ, thua lỗ không trở thành hiện thực, cho đến khi họ đối mặt với nó. Ngoài ra còn một mối liên hệ chặt chẽ khác liên quan đến rủi ro: Chúng ta có vẻ dễ chấp nhận rủi ro nhiều hơn với những số tiền tìm thấy. Nói rộng ra, tính toán trí tuệ nhấn mạnh vào điểm yếu của giả Thuyết thị trường hiệu quả: Nó chứng minh rằng giá trị thị

trường được xác định không chỉ bằng thông tin được tập hợp mà còn bởi cách xử lý các thông tin đó.

Tâm lý đầu tư tập trung

Tất cả những gì chúng ta đã biết về tâm lý và đầu tư trong cuốn sách này đều là của Warren Buffett. Ông tin tưởng vào nghiên cứu của mình, chứ không tin vào sự may mắn. Các hành động của ông đều bắt nguồn từ những mục tiêu được suy tính cẩn thận. Ông không bao giờ bị chệch hướng bởi những sự kiện trong ngắn hạn. Ông hiểu những yếu tố đích thực của rủi ro và tự tin chấp nhận hậu quả.

Trước khi tài chính hành vi được đặt tên rất lâu, một số người tiến bộ như Warren Buffett và Charlie Munger đã nhận ra và chấp nhập nó. Charlie cho biết khi ông và Buffett tốt nghiệ, họ đã "bước vào thế giới kinh doanh để tìm kiếm những ví dụ lớn, dễ dự đoán về sự bất hợp lý. Ông không nói về việc dự đoán đúng thời điểm mà nói về ý tưởng rằng khi sự bất hợp lý diễn ra, nó kéo theo sau những kiểu hành vi có thể dự đoán được.

Trong mối liên hệ với đầu tư, cảm xúc có tác động thực tế theo hướng tác động lên hành vi con người và cuối cùng thì ảnh hưởng đến giá thị trường. Tôi chắc rằng các bạn đã hiểu hai lý do khiến nhận thức về động lực của con người lại rất có giá trị với việc đầu tư của bản thân bạn:

1. Sẽ có những hướng dẫn giúp bạn tránh được những lỗi thường gặp nhất.

2. Bạn có thể nhận ra những sai lầm của người khác đúng lúc để kiếm lợi.

Tất cả chúng ta bị đe dọa bởi những lỗi phán đoán cá nhân, có thể ảnh hưởng đến thành công của mỗi chúng ta. Hàng nghìn hay hàng triệu người mắc lỗi phán đoán sẽ đẩy thị trường vào chiều hướng tiêu cực. Như vậy, cám dỗ chạy theo đám đông quá lớn, phán đoán sai tích tụ chỉ càng làm nó tồi tệ thêm. Trong một biển hành vi sai lầm hỗn loạn, một số người hành động sáng suốt có thể là những người tồn tại duy nhất.

Các nhà đầu tư sáng suốt thành công cần có tính cách nhất định. Con đường luôn gập ghềnh, và đường đi đúng đắn thường đi ngược với trực giác. Sự thay đổi liên tục của thị trường chứng khoán có thể làm các nhà đầu tư lo lắng và khiến họ có hành động không hợp lý. Bạn cần phải cẩn thận với những cảm xúc này và chuẩn bị để hành động một cách nhạy bén thậm chí ngay cả khi bản năng mách bảo bạn phải hành động ngược lại. Và như chúng ta đã biết, tương lai sẽ thưởng cho các nhà đầu tư sáng suốt đủ để công nhận nỗ lực của họ.

12. NHÂN VẬT KHÔNG DUY LÝ

George Bernard Shaw từng viết: "Người duy lý sẽ điều chỉnh bản thân sao cho thích nghi với thế giới. Người không duy lý lại kiên trì nỗ lực để điều chỉnh thế giới. Do đó tất các tiến bộ phụ thuộc vào người không duy lý".

Chúng ta có kết luận rằng Buffett là "người không duy lý" được không? Để trả lời được câu hỏi này, chúng ta phải coi phương pháp đầu tư của ông đại diện cho tiến bộ trong giới tài chính. Bởi vì những thành tựu gần đây của những người "duy lý", chúng ta chỉ thấy những sự thất thường nhất cùng những thảm họa tồi tệ nhất.

Thập kỷ 1980 có lẽ sẽ luôn được nhớ đến như là thập kỷ cú sốc tương lai (Future shock) của quản lý tài chính. Giao dịch chứng khoán qua hệ thống mạng Internet, việc mua lại các công ty, các trái phiếu có tính đầu cơ, các chứng khoán phái sinh đã khiến các nhà đầu tư lo sợ. Sự khác biệt giữa những người quản lý quỹ dần biến mất. Nghiên cứu cơ bản được thay thế bằng những chiếc máy vi tính hoạt động nhanh chóng. Những chiếc hộp đen thay thế cho các cuộc điều tra và phỏng vấn về quản lý. Tự động thay thế cho trực giác.

Có lẽ cuối thập kỷ 1990 còn tồi tệ hơn. Hiện tượng vượt quá giá trị thị trường thường được gọi là bùng nổ dot -com sụp đổ hoàn toàn. Warren Buffett gọi nó là "Bong bóng lớn". Tất cả chúng ta đều biết chuyện gì sẽ xảy ra với bong bóng khi chúng quá lớn: chúng vỡ tung ra và phạm vi ảnh hưởng của chúng rất lớn.

Nhiều nhà đầu tư đã tỉnh ngộ và xa rời thị trường tài chính. Phần còn lại của thị trường chờ giá xuống trong vòng ba năm từ năm 2000 tới 2002 đã để lại cho nhiều người cảm giác cay đắng hơn. Thậm chí đến tận bây giờ, có quá nhiều nhà quản lý quỹ không thể tăng giá trị cho danh mục đầu tư của khách hàng, thật dễ hiểu tại sao việc đầu tư thụ động lại được ưa thích.

Trong suốt vài thập kỷ vừa qua, các nhà đầu tư tiếp cận với các phương pháp đầu tư khác nhau. Cổ phần hóa nhỏ, cổ phần hóa lớn, tăng trưởng, giá trị, đà, sự luôn phiên theo chủ đề và khu vực tỏ ra thích hợp về phương diện tài chính. Vào từng thời điểm, những phương pháp này đẩy những người theo đuổi chúng vào những giai đoạn không thành công. Buffett là một ngoại lệ, đã thoát khỏi giai đoạn này. Việc tiến hành đầu tư của ông thu được nhiều thành công. Khi cả nhà đầu tư và đầu cơ đều bị rối tung trước các phương pháp đầu tư bí truyền, Buffett đã tích lũy được khối tài sản lên tới nhiều tỷ đô la. Kinh doanh luôn là công cụ lý tưởng của ông.

Vậy ông đã làm việc đó như thế nào?

Công bố những thành công trong hoạt động của Buffett dưới dạng tư liệu cùng với sự đơn giản trong phương pháp của ông dẫn tới một câu hỏi thích đáng hơn: Tại sao các nhà đầu tư khác không áp dụng phương pháp của ông? Câu trả lời nằm trong suy nghĩ của mọi người về đầu tư.

Buffett đầu tư, ông nghiên cứu rất kỹ doanh nghiệp. Hầu hết các nhà đầu tư chỉ xem xét giá chứng khoán. Họ tiêu tốn quá nhiều thời gian và công sức để xem xét, dự đoán, và tiên đoán sự thay đổi giá, sử dụng quá ít thời gian để hiểu về doanh nghiệp mà họ sở hữu một phần. Đó là sự khác biệt căn bản của Buffett.

Chứng khoán thật đơn giản. Tất cả những việc bạn phải làm là mua cổ phiếu của những công ty lớn với bộ máy quản lý hoàn thiện và có năng lực nhất ở mức giá thấp hơn giá trị nội tại của doanh nghiệp. Sau đó, bạn sở hữu những cổ phiếu đó vĩnh viễn.

WARREN BUFFETT, 1990

Trong khi các chuyên gia đầu tư khác bận rộn với việc nghiên cứu các mô hình định giá tài sản vốn, và các thuyết danh mục đầu tư hiện đại, Buffett lại nghiên cứu báo cáo thu nhập, các điều kiện tái đầu tư vốn, năng lực luồng tiền mặt của công ty. Những kinh nghiệm thực tiễn từ việc quản lý các doanh nghiệp cùng với rất nhiều các doanh nghiệp hoạt động trong nhiều ngành công nghiệp của đã khiến Buffett khác biệt so với các chuyện gia đầu tư khác. Buffett hỏi: “Bạn có thể thực sự giải thích cho một con cá xem nó giống như cái gì nếu đi trên mặt đất? Một ngày trên mặt đất đáng giá hàng nghìn năm đối với nó và một ngày điều hành doanh nghiệp cũng có giá trị như vậy”.

Theo Buffett, nhà đầu tư và chủ doanh nghiệp nên có cách nhìn nhận chung về một công ty, bởi vì cơ bản cả hai đều muốn cùng một thứ. Chủ doanh nghiệp muốn mua toàn bộ công ty còn nhà đầu tư muốn mua những phần của nó. Theo lý thuyết, để thu được lợi nhuận, chủ doanh nghiệp và nhà đầu tư cần xem xét những biến số giống nhau.

Nếu việc làm quen với chiến lược đầu tư của Buffett chỉ đòi hỏi thay đổi tầm nhìn, thì có lẽ nhiều nhà đầu tư sẽ đi theo chiến lược này. Tuy nhiên, áp dụng phương pháp của Buffett còn yêu cầu phải đánh giá và phổ biến. Tiêu chuẩn truyền thống để đánh giá việc thực hiện là sự thay đổi giá cả, tức sự khác biệt giữa mức giá khởi điểm bạn mua chứng khoán và thị giá của chứng khoán.

Trong một thời gian dài, thị giá của chứng khoán xấp xỉ với sự thay đổi giá trị của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong một thời gian ngắn, thị giá có thể thấp hơn hoặc cao hơn rất nhiều so với giá trị của công ty vì nhiều lý do vô lý. Vấn đề ở đây là hầu hết các nhà đầu tư sử dụng sự thay đổi

thị giá trong ngắn hạn để đánh giá sự thành công hay thất bại trong phương pháp đầu tư của họ, cho dù những thay đổi đó thường ít dùng để xác định giá trị kinh tế thay đổi của doanh nghiệp mà chủ yếu dùng để dự đoán hành vi của các nhà đầu tư khác.

Việc khách hàng yêu cầu các chuyên gia đầu tư phải công bố tình hình hoạt động mỗi quý khiến cho vấn đề càng trở nên tồi tệ hơn. Các chuyện gia đầu tư bị ám ảnh bởi việc chạy theo giá chứng khoán vì biết rằng họ phải hoàn thiện hoạt động ngắn hạn nếu không sẽ mất khách hàng.

Thị trường chỉ là nơi chúng ta tham khảo xem có ai đang làm việc ngốc nghếch không.

WARREN BUFFETT, 1988

Buffett tin rằng thật là ngớ ngẩn nếu sử dụng giá cả ngắn hạn để nhận xét thành công của công ty. Thay vào đó, ông đánh giá giá trị dựa trên sự phát triển kinh tế của chúng. Mỗi năm một lần, ông kiểm tra những biến số sau:

• Lợi nhuận trên cổ phiếu.

• Thay đổi lãi gộp kinh doanh, mức nợ, và các nhu cầu chi phí vốn.

• Khả năng tăng tiền mặt của công ty.

Nếu những thước đo kinh tế đó đang hoàn thiện, ông biết giá cổ phiếu sẽ phản ánh điều này trong dài hạn. Chuyện gì xảy ra với giá phiếu trong thời gian ngắn đều không quan trọng.

Đầu tư theo phong cách của Buffett

Mục tiêu chính của cuốn sách này là giúp các nhà đầu tư hiểu và áp dụng những chiến lược đầu tư đem lại thành công cho Buffett. Tôi hy vọng rằng qua việc học hỏi những kinh nghiệm trước đây của ông, bạn sẽ có thể tiến tới áp dụng các phương pháp của ông. Có lẽ trong tương lai, bạn có thể mua bán theo kiểu Buffett và kiếm được lợi nhuận từ đó.

Chẳng hạn như…

• Khi thị trường chứng khoán làm giảm giá của các công ty tốt, như từng xảy ra với Washington Post.

• Khi một rủi ro tạm thời nào đó gây nguy hiểm cho doanh nghiệp, như từng xảy ra với Well Fargo.

• Khi sự thờ ơ của các nhà đầu tư cho phép các công ty có tiếng tăm như Coca-Cola được định giá bằng một nửa giá trị nội tại của hãng.

… những nhà đầu tư biết suy nghĩ và hành động giống như Buffett sẽ được thưởng công.

Phương pháp đầu tư của Buffett rất đơn giản. Bạn không phải học bất cứ chương trình máy tính nào, không phải tìm hiểu bất cứ cuốn sách dày cộp nào mà chỉ cần đánh giá doanh nghiệp và sau đó trả giá thấp hơn giá trị của doanh nghiệp đó. Buffett nói: "Những gì chúng ta phải làm không nằm ngoài khả năng của bất kỳ ai. Bạn không cần phải làm những việc khác thường mới có được những kết quả khác thường".

Ẩn sau thành công của Buffett một phần là những thất bại của người khác. Ông nói "Tôi thấy rất có ích khi có hàng chục nghìn sinh viên tốt nghiệp các trường kinh tế với suy nghĩ này". Ở đây tôi không có ý ám chỉ rằng Buffett chỉ ở mức trung bình, ngược lại là khác. Không ai có thể phủ nhận được là Buffett rất giỏi. Khoảng cách giữa Buffett và các chuyên gia đầu tư khác càng tăng lên khi họ sẵn lòng đóng vai người thua cuộc còn Buffett lựa chọn không chơi. Những độc giả của cuốn sách này cũng có lựa chọn như Buffett.

Dù bạn có đủ khả năng tài chính để mua 10% công ty hay chỉ mua 100 cổ phiếu, phong cách của Buffett vẫn giúp bạn kiếm lợi nhuận đáng kể. Nhưng phương pháp này sẽ chỉ công dụng với những nhà đầu tư có quyết tâm lớn. Để thành công, bạn phải quyết tâm làm theo những suy nghĩ của chính bạn. Nếu bạn thường xuyên cần sự xác nhận rằng những quyết định đầu tư của bạn là chính xác, đặc biệt trong thị trường chứng khoán, lợi nhuận của bạn sẽ giảm.Nhưng nếu bạn có thể suy nghĩ cho bản thân, áp dụng các phương pháp tương đối đơn giản, và đủ can đảm theo đuổi niềm tin của bạn, bạn sẽ tăng cơ hội kiếm lời lên rất nhiều.

Mọi người đều có những lo sợ ban đầu khi tiếp cận cái mới. Chấp nhận chiến lược đầu tư mới và khác biệt luôn khiến người ta lo lắng. Theo phong cách của Buffett, bước đầu tiên là bước đi thử thách nhất. Nếu bạn đi bước đầu tiên vững chắc, phần còn lại của con đường sẽ trở nên dễ dàng hơn.

Bước 1: Tách khỏi thị trường chứng khóan

Hãy nhớ rằng thị trường chứng khoán rất phức tạp. Đôi khi, triển vọng tương lai của nó rất rộng mở, nhưng đôi khi, nó lại ảm đạm quá mức. Dĩ nhiên tình trạng này đem đến những cơ hội, đặc biệt là khi cổ phiếu của các công ty đang bán ở mức giá không hợp lý. Nhưng nếu bạn không nghe theo lời khuyên của các nhà tư vấn đã bị rối loạn, bạn cũng không được phép để thị trường sai khiến bạn.

Thị trường chứng khoán không phải là thầy giáo, nó chỉ tồn tại để hỗ trợ bạn bằng bộ máy mua và bán cổ phiếu. Nếu bạn tin rằng thị trường chứng khoán thông minh hơn bạn, thì hãy đầu tư vào các quỹ chỉ số. Nhưng nếu bạn đã có kiến thức và hiểu doanh nghiệp của bạn và tự tin rằng bạn hiểu biết hơn thị trường chứng khoán về doanh nghiệp ấy, hãy tách khỏi thị trường chứng khoán.

Buffett không có hệ thống báo giá chứng khoán tại văn phòng làm việc và ông vẫn thành công mà không cần đến nó. Nếu bạn dự định sở hữu cổ phiếu của một doanh nghiệp đang phát hành trong một vài năm, chuyện gì xảy ra trên thị trường mỗi ngày sẽ không quan trọng. Bạn chỉ cần kiểm tra đều đặn xem chuyện gì có thể đem lại cho bạn cơ hội thuận lợi hay không. Bạn sẽ thấy, danh mục đầu tư của bạn thay đổi theo chiều hướng tốt dù bạn không theo dõi thị trường liên tục.

Buffett nói: “Sau khi mua chứng khoán, chúng ta không cần lo lắng xem thị trường có đóng cửa trong một hay hai năm hay không. Nếu chúng ta nắm giữ 100% cổ phần của See’s hay H.H. Brown, chúng ta không cần báo giá hàng ngày để xác nhận tình trạng của mình. Như vậy tại sao chúng ta lại cần báo giá cho 7% cổ phần của Coke?”.

Buffett cũng cho chúng ta biết ông không cần biết giá thị trường để đánh giá việc đầu tư cổ phiếu thường. Điều này cũng đúng với các nhà đầu tư cá nhân. Bạn đang sử dụng kinh nghiệm của Buffett khi bắt đầu quan tâm đến thị trường chứng khoán và câu hỏi duy nhất trong đầu bạn là: “Liệu gần đây có ai làm bất cứ điều gì ngốc nghếch có thể đem lại cho tôi cơ hội mua cổ phiếu của công ty tốt với mức giá hấp dẫn không”.

Bước 2: Đừng lo lắng về nền kinh tế

Nếu mọi người tiêu tốn quá nhiều thời gian vô ích để lo lắng về thị trường chứng khoán, thì họ cũng sẽ lo lắng vô ích về nền kinh tế. Nếu bạn thấy mình đang bàn luận hoặc tranh cãi về vấn đề nền kinh tế đang ổn định để phát triển hay đang trên đà suy thoái, tỷ lệ lãi suất tăng hay giảm, hay lạm phát hay giảm phát có xảy ra hay không, HÃY DỪNG LẠI. Hãy cho phép chính mình được nghỉ ngơi.

Các nhà đầu tư thường khởi đầu từ một giả định kinh tế và sau đó bắt tay lựa chọn chứng khoán phù hợp nhất với giả định mới đó. Buffett cho rằng cách suy nghĩ này thật là ngốc nghếch. Trước hết, không ai có khả năng dự đoán kinh tế cao hơn là khả năng dự đoán thị trường. Thứ hai, nếu bạn chọn chứng khoán sẽ đem lại lợi nhuận dựa trên môi trường kinh tế cụ thể, chắc chắn bạn đang chạy theo lợi nhuận và sự đầu cơ, bởi vì bạn liên tục điều chỉnh danh mục đầu tư để thu lợi trong bối cảnh kinh tế sau này.

Buffett thích mua doanh nghiệp có khả năng mang lại lợi nhuận trong bất kỳ nền kinh tế nào. Tác động của kinh tế vĩ mô có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận cận biên, nhưng nói chung các doanh nghiệp mà Buffett đầu tư có thể mang lại lợi nhuận đáng kể ngay cả khi kinh tế biến đổi thất thường. Sẽ khôn ngoan hơn nếu bạn sử dụng thời gian để định vị và sở hữu một doanh nghiệp có thể đem lại lợi nhuận trong tất cả các môi trường kinh tế nếu kinh tế thay đổi đúng như dự đoán.

Bước 3: Mua doanh nghiệp chứ không mua cổ phiếu

Hãy giả định rằng bạn phải đưa ra một quyết định rất quan trọng. Ngày mai, bạn sẽ có cơ hội lựa chọn một doanh nghiệp để đầu tư vào. Để tăng thêm mức độ hấp dẫn, hãy tiếp tục giả định là nếu đã đưa ra quyết định, bạn sẽ không thể rút lại được nữa. Hơn nữa, bạn không được thay đổi việc đầu tư này trong 10 năm. Cuối cùng, sự giàu có từ việc sở hữu doanh nghiệp này sẽ nuôi sống bạn khi bạn nghỉ hưu. Vậy, lúc nào bạn sẽ nghĩ gì?

Có lẽ rất nhiều câu hỏi sẽ xuất hiện trong đầu bạn, khiến bạn vô cùng bối rối. Nhưng đặt Buffett vào tình huống như vậy ông sẽ bắt đầu đánh giá doanh nghiệp này có phương pháp lần lượt dựa trên các nguyên lý của ông:

Doanh nghiệp này có đơn giản và dễ hiểu với lịch sử hoạt động ổn định và triển vọng dài hạn sáng sủa không?

Nó có được điều hành bởi những người quản lý chân thật và giỏi giang, những người phân bổ vốn hợp lý, nói chuyện thẳng thắn với các cổ đông không?

Tình hình kinh tế của công ty có khả quan với lợi nhuận cận biên, lợi nhuận chủ sở hữu cao và giá trị thị trường tăng lên phù hợp với lãi không chia không?

Cuối cùng, doanh nghiệp có mức chiết khấu trên giá trị nội tại hay không? Lưu ý: Chỉ ở bước cuối cùng Buffett mới tính đến giá thị trường của chứng khóan.

Tính toán giá trị của công ty không phức tạp về mặt toán học. Tuy nhiên, khó khăn nảy sinh khi chúng ta dự đoán sai luồng tiền mặt trong tương lai của công ty. Buffett giải quyết vấn đề theo hai hướng. Trước hết, ông tăng cơ hội dự đoán chính xác luồng tiền trong tương lai bằng cách giả định doanh nghiệp đơn giản và ổn định hợp lý. Thứ hai, ông yêu cầu biên độ an toàn giữa giá mua của công ty và giá trị được xác định của nó. Biên độ an toàn này giúp tạo ra lớp chắn bảo vệ ông và bạn khỏi những công ty có luồng tiền mặt thay đổi trong tương lai.

Bước 4: Quản lý danh mục đầu tư

Bây giờ bạn là chủ sở hữu doanh nghiệp chứ không phải là người mua chứng khoán, kết cấu danh mục đầu tư của bạn sẽ thay đổi. Do bạn không còn đánh giá thành công của mình chỉ bằng sự thay đổi giá hay so sánh sự thay đổi giá hàng năm với giá chuẩn, nên bạn được tự do lựa chọn những doanh nghiệp tốt nhất. Không có điều luật nào quy định bạn phải tham gia vào mọi ngành kinh doanh lớn, hay bạn phải có 30, 40, 50 loại chứng khoán trong danh mục của mình để đạt được mức độ đa dạng hóa thích hợp.

Buffett tin rằng người ta chỉ nên đa dạng hóa rộng khi các nhà đầu tư không hiểu họ đang làm gì. Nếu các nhà đầu tư này muốn sở hữu cổ phiếu thường, đầu tư vào các quỹ chỉ số là đơn giản nhất. Nhưng đối với các nhà đầu tư có một chút kiến thức, sự đa dạng hóa thông thường với hàng chục chứng khoán sẽ rất khó hiểu. Buffett yêu cầu bạn cân nhắc: Nếu doanh nghiệp tốt nhất bạn sở hữu có ít rủi ro tài chính nhất và có triển vọng dài hạn sáng sủa nhất, tại sao bạn không đầu tư vào công ty được quan tâm thứ 20 thay vì dành thêm tiền cho lựa chọn hàng đầu đó.

Khi bạn đang quản lý danh mục đầu tư gồm các doanh nghiệp, nhiều thứ sẽ bắt đầu thay đổi. Trước hết, bạn sẽ bán đi những doanh nghiệp tốt nhất vì chúng đem lại lợi nhuận. Thứ hai, bạn sẽ lựa chọn mua những doanh nghiệp mới được quan tâm nhiều. Việc mua những công ty không có lợi sẽ không hấp dẫn được bạn. Nếu công ty đó không đạt được những tiêu chuẩn mà các nguyên lý của bạn đặt ra, đừng mua nó. Hãy kiên nhẫn và chờ đợi doanh nghiệp đáng để mua. Thật sai lầm khi cho rằng nếu hiện tại bạn không mua và bán, bạn sẽ không khá lên được. Theo Buffett, quả thật rất khó để đưa ra hàng trăm quyết định thông minh trong cả cuộc đời. Vì vậy, ông thiết lập một danh mục đầu tư nhờ đó, ông chỉ cần đưa ra một số quyết định hợp lý.

Điều cốt lõi của Warren Buffett

Động lực trong chiến lược đầu tư của Buffett là sự phân bổ vốn hợp lý. Việc xác định làm thế nào để phân bổ thu nhập của công ty là quyết định quan trọng nhất một nhà quản lý đưa ra. Sự sáng suốt—thể hiện suy nghĩ sáng suốt khi lựa chọn—là phẩm chất mà Buffett khâm phục nhất. Mặc dù có nhiều bất ổn, vẫn có một con đường hợp lý xuyên qua thị trường tài chính. Thành công của Buffett là kết quả của việc định vị được con đường hợp lý đó và không bao giờ đi chệnh khỏi quỹ đạo của nó.

Buffett từng thất bại khi đầu tư cổ phiếu và có lẽ sẽ còn gặp một vài thất bại nữa trong những năm sắp tới. Nhưng thành công từ đầu tư không có nghĩa là không mắc sai lầm. Con đường của Buffett cũng thế. Thành công của nó phụ thuộc vào việc rút ra những bài học từ nhiều sai lầm

phức tạp (dự đoán thị trường, kinh tế và giá chứng khóan) và một vài việc đơn giản mà bạn đã làm đúng (như xác định giá trị doanh nghiệp).

Khi Buffett mua chứng khoán, ông chú trọng vào hai biến số: giá cả của doanh nghiệp và giá trị của nó. Giá của doanh nghiệp có thể xác định dựa trên báo giá. Để xác định giá trị, bạn cần tính toán, nhưng phương pháp này sẽ không quá khó với những ai sẵn sàng.

Đầu tư không hề phức tạp. Bạn cần biết kế toán, ngôn ngữ của kinh doanh. Bạn nên đọc cuốn Nhà đầu tư thông minh. Bạn cần có đầu óc tỉnh táo, tính cách phù hợp. Bạn nên quan tâm đến quy trình và vòng tròn khả năng của mình. Hãy học hỏi Ben Graham và Phil Fisher, đọc các báo cáo thường niên và báo cáo tài chính, nhưng đừng xem chúng chỉ đơn thuần như tập hợp của những chữ cái mà thôi.

WARREN BUFFETT, 1993

Vì bạn không cần lo lắng về thị trường chứng khoán, kinh tế hay dự đoán giá chứng khoán nữa, bây giờ bạn được tự do sử dụng nhiều thời gian hơn để tìm hiểu doanh nghiệp. Bạn có thể sử dụng thêm thời gian hữu ích để đọc báo cáo thường niên và các bài báo về doanh nghiệp và ngành kinh doanh. Điều đó sẽ giúp bạn củng cố kiến thức của một chủ sở hữu. Trên thực tế, bạn càng chủ động điều tra doanh nghiệp bạn sở hữu, bạn càng ít phụ thuộc vào người khác, những người khuyên chúng ta làm điều vô lý.

Về bản chất, các ý tưởng đầu tư tốt nhất sẽ xuất phát từ từ chính bạn. Bạn không nên cảm thấy sợ hãi. Phong cách đầu tư Warren Buffett không vượt quá khả năng của các nhà đầu tư nghiêm túc. Bạn không cần phải trở thành nhà quản lý có bằng thạc sĩ kinh doanh mới có thể áp dụng nó thành công. Nếu bạn vẫn không thấy thoải mái khi áp dụng những nguyên lý này, không gì có thể cản trở bạn hỏi những nhà tư vấn tài chính những câu hỏi tương tự. Trên thực tế, càng tham gia đối thoại về giá và giá trị, bạn sẽ càng hiểu và đánh giá cao Phong cách đầu tư Warren Buffett.

Trong suốt cuộc đời mình, Buffett đã thử nhiều cách đầu tư khác nhau. Khi còn trẻ, ông thậm chí còn vẽ biểu đồ chứng khoán bằng tay. Ông đã nghiên cứu cùng Benjamin Graham, một trí tuệ tài chính thông minh nhất thế kỷ XX, và quản lý và sở hữu hàng loạt doanh nghiệp cùng Charlie Munger, một nhà đầu tư xuất sắc. Trong suốt năm năm vừa qua, Buffett đã trải qua mức lãi suất hai chữ số, siêu lạm phát, sụp đổ thị trường chứng khoán. Song càng trải qua tất cả những khủng hoảng đó, ông càng thấy được vị trí của mình. Buffett nói: “Thái độ đầu tư của chúng ta phù hợp với tính cách và con đường chúng ta lựa chọn để sống”.

Thái độ của Buffett dễ dàng phản ánh sự hòa hợp này. Ông luôn vui vẻ và cảm thông. Ông thích đi làm mỗi ngày. Ông nói: “Bây giờ, tôi đã có mọi thứ tôi muốn trong cuộc đời này. Tôi yêu mọi ngày. Tôi rất vui khi được đi làm và được làm việc với những người tôi yêu quý. Không có công việc nào trên thế giới này lại hấp dẫn hơn điều hành Berkshire và tôi thấy thật may mắn với những gì mình đang có”

LỜI BẠT

Quản lý tiền theo phong cách Warren Buffett

Mùa hè năm 1984, tôi bắt đầu làm quản lý quỹ ở Legg Mason. Đó là một ngày nóng ẩm thường thấy ở Baltimore. Mười bốn người chập chững bước vào nghề môi giới đầu tư trong đó có tôi đến một phòng họp để bắt đầu khóa học. Khi ngồi ở bàn, tất cả chúng tôi được nhận một bản copy của cuốn sách Nhà đầu tư thông minh của Benjamin Graham (trước đó, tôi chưa bao giờ nghe nói đến cuốn sách này) và một bản sao báo cáo thường niên năm 1983 của Berkshire Hathaway (một công ty lần đầu tôi nghe đến) của Warren Buffett (lần đầu tôi được biết đến).

Buổi học đầu tiên chỉ là buổi giới thiệu và chào mừng từ các nhà quản lý hàng đầu, trong đó có cả một số nhà môi giới thành công nhất trên cả nước. Lần lượt từng người tự hào giải thích rằng 100% triết lý đầu tư của Legg Mason đều dựa trên giá trị. Dựa trên cuốn Nhà đầu tư thông minh, mỗi người lần lượt kể lại một chương từ nguyên bản. Họ nói đến việc mua chứng khoán với tỷ suất giá trên doanh lợi (P/E), giá kế toán thấp và cổ tức cao. Họ nói đừng để ý đến sự biến động hàng ngày của thị trường chứng khoán; nhịp điệu của thị trường sẽ làm bạn đi sai hướng. Hãy tìm cách thoát khỏi điều đó. Hãy mua chứng khoán khi chúng được chiết khấu và không hấp dẫn. Như thế khi chúng trở nên hấp dẫn, bạn có thể bán chúng ở mức giá cao.

Những thông điệp chúng tôi nhận được trong suốt ngày đầu tiên đều nhất quán và hợp lý. Chúng tôi đã dành một buổi chiều để phân tích các báo cáo nghiên cứu về Đường giá trị và học cách phân biệt giữa chứng khoán giảm giá và chứng khoán có vẻ rẻ và chứng khoán tăng giá và chứng khoán có vẻ đắt. Kết thúc buổi học đầu tiên, tất cả chúng tôi đều tin rằng mình đã chạm đến Chén Thánh Đầu tư. Khi chúng tôi thu xếp đồ dùng cá nhân, giáo viên hướng dẫn nhắc chúng tôi cầm báo cáo thường niên của Berkshire Hathaway và đọc nó trước giờ vào lớp ngày mai. Cô vui vẻ nhắc nhở: “Các anh chị biết không, Warren Buffett là học trò nổi tiếng nhất của Benjamin Graham đấy”.

Khi quay trở lại phòng khách sạn tối hôm đó, tôi đã mệt lử. Mắt tôi mờ đi và trĩu xuống. Đầu óc tôi tràn ngập bản cân đối tài sản, báo cáo thu nhập, và tỷ suất kế toán. Thành thật mà nói, điều cuối cùng tôi muốn làm là phải dành khoảng một tiếng để đọc báo cáo thường niên kia. Tôi tin chắc, chỉ cần thêm một điều gì đó vào đầu nữa, chắc chắn tôi sẽ nổ tung. Tôi miễn cưỡng và mệt mỏi cầm bản báo cáo lên.

Bản báo cáo bắt đầu bằng lời mở đầu Dành cho cổ đông của Berkshire Hathaway. Trong phần này, Buffett ghi vắn tắt các nguyên tắc hoạt động chính của công ty. Ông viết: “Mục tiêu kinh tế

dài hạn của chúng tôi là tối đa hóa tỷ lệ thu nhập trung bình hàng năm dựa trên giá trị nội tại của một cổ phiếu. Chúng tôi ưu tiên đạt được mục tiêu này bằng cách sở hữu trực tiếp một nhóm gồm nhiều doanh nghiệp có khả năng thu được tiền mặt và liên tục có lợi nhuận trên vốn cao hơn mức trung bình". Ông cam kết: "Chúng tôi sẽ công bố các báo cáo đúng sự thật đến các bạn, nhấn mạnh các yếu tố tích cực và tiêu cực có ảnh hưởng quan trọng đến việc xác định giá trị doanh nghiệp. Chúng tôi chủ trương cung cấp cho các bạn biết tình hình thực tế của doanh nghiệp. Qua đó, chúng tôi muốn biết vị trí của chúng tôi có bị thay đổi không".

Mười bốn trang tiếp theo nói sơ lược về tài sản chính của Berkshire bao gồm See's Candy Shop Nebraska, Furniture Mart, Buffalo Evening News, và Goverment Employees Insurance Company. Thành thật trong từng câu chữ, Buffett tiếp tục cho tôi biết mọi thứ tôi cần về tình hình kinh tế của công ty và hơn thế nữa. Ông liệt kê danh sách cổ phiếu thường trong danh mục đầu tư bảo hiểm của Berkshire, bao gồm Afiliated Publications, General Foods, Ogilvy & Mather, R.J Reynolds Industries, và Washington Post. Ngay lúc đó, tôi cảm thấy thật ngạc nhiên, và không hiểu làm thế nào Buffett có thể liên tục luân phiên miêu tả các chứng khoán ở danh mục đầu tư và những đóng góp kinh doanh của các tài sản lớn cứ như thể là phân tích chứng khoán và phân tích doanh nghiệp là một vậy. Cứ cho là tôi dành trọn một ngày để phân tích những chứng khoán mà tôi biết đó là một phần tài sản của doanh nghiệp sở hữu, nhưng tôi không đưa ra được mối liên hệ phân tích nào. Khi nghiên cứu báo cáo Đường giá trị, tôi thấy các số liệu kế toán và các tỷ lệ tài chính. Còn khi đọc báo cáo của Berkshire, tôi biết thêm về sản phẩm và khách hàng của doanh nghiệp. Tôi thấy được tình hình tài chính và thu nhập tiền mặt. Tôi cũng thấy các đối thủ cạnh tranh và chi phí vốn. Đúng ra, tôi nên biết tất cả những điều này khi phân tích báo cáo dòng giá trị nhưng vì lý do nào đó, tôi đã không làm được như vậy. Khi tôi tiếp tục đọc báo cáo của Berkshire, toàn bộ thế giới đầu tư, thế giới vẫn còn bí ẩn đối với tôi, bắt đầu hé mở. Tối hôm đó, trong một khoảnh khắc quý giá, Warren Buffett đã hé lộ cho tôi bản chất của đầu tư.

Buổi sáng hôm sau, trong tôi tràn ngập niềm đam mê đầu tư mới mẻ, và khi khóa học kết thúc, tôi nhanh chóng quay lại Philadelphia với một mục đích duy nhất: Tôi sẽ đầu tư tiền của khách hàng theo đúng cách Warren Buffett đã làm.

Tôi biết tôi cần học hỏi thêm, do đó tôi đã tìm kiếm những thông tin cơ bản về Warren Buffet. Đầu tiên, tôi thu thập tất cả các bản sao báo cáo thường niên của Berkshire Hathaway. Sau đó, tôi đặt mua các báo cáo thường niên được công bố của những công ty thương mại mà Buffett đầu tư. Tiếp theo, tôi tập hợp tất cả các tạp chí và bài báo về Buffett mà tôi có thể tìm được.

Khi tập hợp được tất cả các tài liệu, tôi bắt đầu thực hiện mục đích của mình. Mục tiêu của tôi là trở thành chuyên gia đầu tiên nghiên cứu về Warren Buffett, rồi sau đó sẽ chia sẻ những hiểu biết sâu sắc này với khách hàng của mình.

Trong những năm tiếp theo, tôi xây dựng được một công việc kinh doanh đầu tư đáng nể. Tôi giúp các khách hàng đầu tư thành công nhiều hơn khi đi theo hướng dẫn và lựa chọn chứng khoán của Buffett. Hầu hết khách hàng của tôi đều rất sáng suốt khi mua cổ phần với suy nghĩ coi chứng khoán là doanh nghiệp và cố gắng mua những doanh nghiệp tốt nhất với mức chênh lệch. Một vài khách hàng không thân thiết đã bỏ đi không phải bởi vì phương pháp của Buffett sai lầm mà do họ không chịu được quá nhiều thử thách cảm xúc. Một số người bỏ đi chỉ đơn giản vì họ không đủ kiên nhẫn để chờ đợi thành công. Họ mất bình tĩnh khi hành động và không ngừng mong muốn thu về một cái gì đó. Chính mong muốn nóng vội đã khiến họ đi chệch hướng. Khi nhìn lại, tôi tin rằng tôi khó có thể làm việc được với bất cứ ai công khai phản đối tính hợp lý trong phương pháp đầu tư của Buffett.

Tôi tiếp tục thu thập dữ liệu về Buffett những khi có thể. Tôi đọc, phân tích và lưu giữ các báo cáo thường niên, bài báo, các cuộc phỏng vấn, và bất cứ điều gì liên quan đến Warren Buffett và Berkshire Hathaway. Tôi giống như một đứa trẻ chạy theo người chơi bóng. Buffett là người anh hùng trong suy nghĩ của tôi và mỗi ngày, tôi đều cố gắng để trở nên giỏi giang như ông.

Nhiều năm trôi qua, tôi càng nóng lòng trở thành một nhà quản lý danh mục đầu tư chuyên nghiệp. Vào thời điểm đó, các nhà môi giới đầu tư được trả hoa hồng dựa trên giao dịch mua và bán. Đó là một hệ thống dựa trên tiền hoa hồng phổ biến. Với tư cách là môi giới, tôi đã khiến phần "mua" của phương trình diễn ra hợp lý, nhưng Buffett lại nhấn mạnh phải giữ chứng khoán dài hạn. Điều này khiến cho phần "bán" gặp nhiều khó khăn. Hiện nay, hầu hết các doanh nghiệp dịch vụ tài chính cho phép các nhà môi giới đầu tư và các nhà tư vấn tài chính quản lý tiền bạc cho khách hàng để lấy phí thay hoa hồng nếu họ muốn. Cuối cùng, tôi gặp một số nhà quản lý danh mục đầu tư, những người được trả tiền để hoạt động không liên quan đến việc họ có mua hay bán nhiều hay không. Đối với tôi, sự thay đổi này là môi trường hoàn hảo để áp dụng các bài học của Buffett.

Đầu tiên, tôi thu thập kinh nghiệm quản lý danh mục đầu tư ở phòng tín thác của một ngân hàng địa phương ở Philadelphia, kết hợp với việc chọn lựa phân tích tài chính toàn diện bắt buộc. Sau đó, tôi tham gia hãng tư vấn đầu tư nhỏ. Ở đó, tôi quản lý danh mục đầu tư cho khách hàng để hưởng phí. Mục đích của chúng tôi là giúp khách hàng đạt được tỷ lệ lợi nhuận hợp lý mà không gặp rủi ro. Hầu hết mọi người đã đạt được mục tiêu tài chính của mình, và bây giờ họ

muốn duy trì tài sản của họ. Chính vì điều này, rất nhiều danh mục đầu tư ở hãng chúng tôi cân bằng giữa chứng khoán và trái phiếu.

Chính tại đây, tôi bắt đầu viết ra những suy nghĩ của tôi về Buffett, chia sẻ với khách hàng của mình phương pháp đầu tư khôn ngoan của ông. Xét cho cùng, Buffett đã đầu tư trong suốt 40 năm, và kiếm được những khoản lợi nhuận khổng lồ, thì việc học hỏi cách thức ông đã làm chắc chắn không thể có hại. Những văn bản tổng hợp này về sau đã trở thành nền tảng cho Phong cách đầu tư Warren Buffett.

Quyết định bắt đầu một quỹ tương hỗ chứng khoán dựa trên những nguyên tắc được đề cập trong Phong cách đầu tư Warren Buffett được hình thành dựa trên hai vấn đề. Thứ nhất, hãng tư vấn đầu tư của chúng tôi cần một công cụ để quản lý những tài khoản không đủ lớn để có thể quản lý danh mục đầu tư riêng lẻ. Thứ hai, tôi muốn thiết lập một hồ sơ thực hiện khi cần thiết dựa trên những bài học có trong cuốn sách. Tôi muốn chứng minh rằng nếu tuân theo những gì Buffett dạy và những điều tôi viết, các nhà đầu tư sẽ kiếm được lợi nhuận từ thị trường. Hoạt động chính là bằng chứng chính xác nhất.

Ngày 17 tháng Tư năm 1995, một quỹ mới được thành lập. Với những kiến thức thu lượm được từ việc nghiên cứu của Warren Buffett trong hơn 10 năm, kết hợp với những kinh nghiệm quản lý danh mục đầu tư trong bẩy năm đó, tôi cảm thấy chúng tôi đang có vị trí thuận lợi để giúp khách hàng đạt được lợi nhuận trên mức trung bình.

Chuyện gì đã xảy ra?

Khi phân tích danh mục đầu tư và thị trường chứng khoán trong suốt giai đoạn này, tôi phát hiện ra hai lý do quan trọng nhưng không liên quan đến nhau. Đầu tiên, khi mở quỹ này, tôi đã lựa chọn những chứng khoán gần như giống với Berkshire Hathaway: báo chí, các công ty nước giải khát, các doanh nghiệp hàng tiêu dùng không lâu bền, và các công ty dịch vụ tài chính được lựa chọn. Thậm chí tôi còn mua cả cổ phiếu của Berkshire Hathaway.

Vì quỹ của tôi áp dụng thí điểm các bài học của Buffett nên có lẽ không có gì ngạc nhiên khi rất nhiều chứng khoán trong danh mục đầu tư là chứng khoán mà Buffett đã mua. Nhưng sự khác biệt giữa chứng khoán của Buffett những năm 1980 và những chứng khoán này vào năm 1997 rất rõ ràng. Cuối những năm 1990, phần lớn các công ty liên tục tăng lợi nhuận chủ sở hữu ở tỷ lệ hai chữ số đã giảm tỷ lệ xuống một chữ số. Thêm vào đó, trong suốt thập kỷ trước, giá chứng khoán của những công ty này tăng đều đặn, do đó mức chênh lệch so với giá trị nội tại đã thấp hơn giai đoạn đầu. Khi tăng trưởng của công ty chậm lại và chênh lệch với giá trị nội tại giảm đi, những cơ hội tăng lợi nhuận đầu tư trong tương lai tuột mất.

Nếu như nhân tố đầu tiên là thiếu tốc độ tăng trưởng cao bên trong danh mục đầu tư, thì nhân tố thứ hai là chuyện gì đang xảy ra bên ngoài danh mục đầu tư. Trong khi kinh tế của các doanh nghiệp trong quỹ đang chậm lại, kinh tế của các công ty kỹ thuật nhất định—viễn thông, phần mềm, dịch vụ Internet—lại tăng lên nhanh chóng. Bởi vì những ngành công nghiệp mới này đang nắm thị phần lớn hơn trong thị trường, nên thị trường chứng khoán sẽ tăng nhanh hơn. Điều tôi sớm nhận ra đó là kinh tế của những doanh nghiệp tôi sở hưu trong quỹ này không bắt kịp với những công ty ra đời muộn hơn, những công ty dựa trên công nghệ cao đang tăng tốc trên thị trường chứng khoán.

Năm 1997 là thời điểm quyết định đối với quỹ của tôi. Nếu tôi tiếp tục đầu tư vào những chứng khoán truyền thống giống như Buffett, có lẽ lợi nhuận sẽ chỉ ở mức trung bình. Thậm chí Buffett nói với các cổ đông của Berkshire Hathaway rằng họ có thể không mong đợi thu được lợi nhuận đầu tư trên trung bình như trong quá khứ nữa. Tôi biết nếu tôi tiếp tục sở hữu những chứng khoán đó với mức giá cao và tăng trưởng kinh tế ổn định, tôi có thể không tạo được lợi nhuận đầu tư trên mức trung bình cho các cổ đông. Và trong trường hợp đó, kết quả sẽ như thế nào? Nếu một quỹ tương hỗ liên tiếp không thể tạo ra lợi nhuận đầu tư tốt hơn chỉ số thị trường, thì các cổ đông tốt hơn nên chuyển sang một quỹ tương hỗ chỉ số.

Đứng giữa ngã tư đường trong suốt giai đoạn này thật khó khăn. Tôi không biết có nên tiếp tục duy trì quỹ này không. Nhiều câu hỏi đặt ra xung quanh vấn đề liệu Buffett có thể cạnh tranh với các công ty ra đời sau nhưng vẫn cps lợi nhuận trên mức trung bình hay không. Liệu tất cả những phương pháp coi chứng khoán như doanh nghiệp có còn thích hợp khi nghiên cứu các ngành kinh doanh mới mẻ hướng vào công nghê không?

Trong thâm tâm, tôi biết phương pháp đầu tư của Buffett vẫn có giá trị. Tôi biết chắc chắn nó vẫn đem lại cơ hội cho các nhà đầu tư phát hiện khi định giá không hợp lý, từ đó kiếm được lợi nhuận từ thị trường hẹp hơn. Tôi biết tất cả những điều đó và còn hơn thế nữa. Nhưng ngay bây giờ, tôi đang do dự, chưa thể bước sang mảnh đất kinh tế mới.

Tôi thật may mắn vì đã kết bạn với Bill Miller khi bắt đầu công việc ở Legg Mason. Lúc đó, Bill đang đồng quản lý quỹ cùng với Ernie Kiehne. Bill định kỳ dành thời gian gặp gỡ các nhà môi giới đầu tư mới để chia sẻ những suy nghĩ của ông về thị trường chứng khóan, về công ty, và các ý tưởng từ vô số quyển sách ông đã đọc. Sau khi tôi rời Legg Mason để trở thành một nhà quản lý danh mục đầu tư, tôi và Bill vẫn là bạn. Sau khi xuất bản cuốn Phong cách đầu tư Warren Buffett, chúng tôi vẫn gặp nhau để bàn luận về đầu tư và những khó khăn khi bắt tay vào làm kinh tế.

Trong cuốn sách, tôi chỉ ra rằng Buffett không chỉ dựa trên tỷ lệ P/E thấp để lựa chọn chứng khoán. Động lực tạo ra giá trị là lợi nhuận chủ sở hữu và khả năng tạo ra lợi nhuận trên vốn trên mức trung bình của công ty. Đôi khi, chứng khoán có tỷ lệ P/E thấp tạo ra tiền mặt và đạt được lợi nhuận trên vốn cao và sau đó trở thành vụ đầu tư lớn. Nhưng lại có lúc, chứng khoán có tỷ lệ P/E thấp tiêu tốn tiền mặt và tạo ra lợi nhuận trên vốn dưới mức trung bình và đo đó trở thành vụ đầu tư tồi. Buffett nói rằng những chứng khoán với tỷ lệ P/E thấp có thể được ví như một cái ao dễ chịu cho cá bơi trong đó, nhưng cái khiến tỷ lệ này tăng lên lại là tiền mặt và lợi nhuận trên vốn đầu tư cao.

Bill nhận ra điều này sớm hơn một vài năm, và ông đã điều chỉnh quỹ đầu tư của mình theo hướng này. Nhiều năm liên tiếp, ông hoạt động thành công hơn và hướng dần vào thị trường đầu tư.

Khi quỹ của tôi cố gắng đạt đến mức an toàn, tôi đã gặp Bill để thảo luận về chiến lược và cơ hội. Tôi nói với ông rằng phương pháp của Buffett rất đáng tin cậy. Ông đồng ý. Tôi khẳng định với ông cách duy nhất để giành chiến thắng trên thị trường chứng khoán là coi chứng khoán như doanh nghiệp để phát hiện ra những thay đổi cơ bản tồn tại từ lâu trong doanh nghiệp đó trước khi cơ chế tự điều chỉnh giá của thị trường tìm ra nó. Ông đồng ý. Tôi cũng quả quyết là mình tin chắc phương pháp của Buffett có thể được áp dụng cho các ngành công nghiệp mới nhưng tôi vẫn không chắc phải bắt đầu như thế nào. Và Bill nói: “Hãy đến làm việc ở Legg Mason đi. Tôi sẽ chỉ cho anh biết”.

Bằng cách sử dụng phương pháp định giá chủ yếu dựa trên thu nhập tiền mặt và lợi nhuận trên vốn chứ không phải là tỷ lệ P/E, Bill đã và đang theo đuổi những công ty ra đời sau trong ngành kỹ thuật. Năm 1996, ông mua hãng máy tính Dell khi thu nhập gấp sáu lần với lợi nhuận trên vốn là 40%. Các nhà quản lý quỹ khác cũng mua Dell nhưng sau đó họ bán đi khi thu nhập gấp 12 lần bởi vì theo suy nghĩ thông thường bạn luôn mua vào khi mức lợi nhuận gấp 6 lần và bán đi ở mức lợi nhuận gấp 12 lần. Thay vào đó, Bill lại nghiên cứu các báo cáo kinh doanh và nhanh chóng phát hiện ra rằng lợi nhuận trên vốn của Dell đang tăng nhanh chóng với tỷ lệ thu nhập trên vốn đáng ngạc nhiên ở mức ba con số. Do đó, trong khi các nhà quản lý quỹ khác bán cổ phiếu của Dell khi lợi nhuận tăng 12 lần thì Bill lại giữ lại cho đến khi đạt lợi nhuận gấp 20, 30, 40 lần, vì ông tin rằng công ty vẫn được định giá thấp hơn rất nhiều so với giá trị nội tại đang tăng rất nhanh của nó. Và ông đã đúng. Vụ đầu tư vào hãng máy tính Dell của ông đã đem về 3000% lợi nhuận cho các cổ đông trong quỹ của ông.

Bill quan tâm đến việc đầu tư thêm vào mảnh đất Kinh tế mới. Ông đã thành công liên tiếp với AOL. Ông đầu tư vào viễn thông, thu được lợi nhuận vô cùng lớn tại Nokia và hãng tin tức Nexel.

Người quản lý vốn Legg Mason là cổ đông lớn thứ hai của Amazon.com, chỉ đứng sau Tổng Giám đốc Điều hành Jeff Bezos. Gần đây, Bill lại đưa eBay vào danh mục đầu tư của quỹ, vì hãng này đóng vai trò là cổng chắn kinh tế tương tự như Microsoft năm 1993.

Vào thời điểm đó, Microsoft là công ty có giá trị 22 tỷ đô la. Hầu hết các nhà đầu tư giá trị đều rằng Microsft đã được đánh giá quá cao. Nhưng đến cuối năm 2003, giá trị của Microsoft tăng lên 295 tỷ đô la. Giá của công ty tăng trên 1000% trong khi chỉ số S&P 500 tăng 138% tại cùng thời điểm.

Năm 1993, Microsoft có phải là một chứng khoán giá trị? Câu trả lời rõ ràng là như vậy mặc dù không có nhà đầu tư nào nhận ra điều đó. Hiện nay, eBay có phải là chứng khoán giá trị? Tất nhiên, chúng ta tin tưởng điều đó, nhưng chúng ta không thể biết chắc trong vài năm tới, mọi chuyện sẽ thay đổi như thế nào. Nhưng chúng ta biết rõ một điều: Bạn không thể xác định xem eBay có phải là một cổ phiếu giá trị hay không nếu dựa trên tỷ lệ P/E cũng như bạn không thể định giá Microsoft dựa trên tỷ lệ này.

Yêú tố chủ chốt trong tất các các quyết định đầu tư của Bill là phải hiểu mô hình kinh doanh của công ty. Đâu là các nhân tố tạo ra giá trị? Công ty tạo ra tiền mặt như thế nào? Công ty có thể thu được bao nhiêu tiền mặt và tỷ lệ tăng trưởng dự đoán có thể đạt được là bao nhiêu? Lợi nhuận trên vốn của công ty là bao nhiêu? Nếu công ty đạt mức lợi nhuận trên chi phí vốn, tức là công ty đang tạo ra giá trị. Nếu công ty có tỷ lệ lợi nhuận dưới chi phí vốn, tức là, công ty đang mất giá trị.

Nhờ những phân tích của mình, Bill hiểu ra cái gì đem lại giá trị cho doanh nghiệp, khi dựa trên giá trị hiện tại đã được chiết khấu của các khoản thu nhập bằng tiền mặt trong tương lai. Mặc dù quỹ của Bill sở hữu các doanh nghiệp không giống các doanh nghiệp trong danh mục đầu tư của công ty Berkshire Hathaway của Buffett nhưng không ai có thể phủ nhận rằng cả hai đang tiếp cận với quy trình đầu tư theo cùng một cách thức. Điểm khác biệt duy nhất là Bill quyết định chọn thuyết đầu tư và áp dụng nó vào các vụ nhượng quyền kinh doanh đang thống trị thị trường kinh tế toàn cầu.

Khi Bill yêu cầu tôi làm việc tại công ty quản lý vốn Legg Mason và sáp nhập cả quỹ của tôi, tôi tin chắc, phương pháp của chúng tôi giống hệt nhau. Một lợi thế quan trọng hơn khi gia nhập nhóm của Bill là bây giờ tôi đã là một phần của tổ chức mong muốn áp dụng phương pháp định giá trị doanh nghiệp vào đầu tư ở bất cứ nơi nào có cơ hội tạo ra giá trị. Sự quan tâm của tôi không chỉ giới hạn ở những cổ phiếu Buffett đã mua. Nó mở rộng ra toàn bộ thị trường chứng khoán.

Một trong những lỗi tư duy đầu tiên khi bắt tay vào quản lý quỹ là niềm tin mù quáng cho rằng bởi vì Buffett không sở hữu các doanh nghiệp công nghệ cao nên những doanh nghiệp này chắc hẳn không thể phân tích được. Đúng là, những doanh nghiệp mới ra đời này chứa đựng nhiều rủi ro kinh tế hơn các doanh nghiệp mà Buffett sở hữu. Người ta có thể dễ dàng dự đoán tình hình kinh doanh của các hãng sản xuất nước soda, dao cạo râu, thảm, sơn, kẹo, và đồ dùng gia đình, nhưng lại không thể làm thế với ngành kinh doanh phần mềm máy tính, viễn thông và dịch vụ Internet.

Nhưng "khó dự đoán" không có nghĩa là "không thể phân tích". Dĩ nhiên, môi trường kinh tế của các công ty kỹ thuật hay biến đổi hơn môi trường kinh tế của các doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng. Nhưng một cuộc nghiên cứu tỷ mỷ hoạt động của các doanh nghiệp vẫn cho phép chúng ta xác định một loạt các khả năng giá trị. Hơn nữa, phương pháp của Buffett không hề bắt chúng ta phải xác định chính xác giá trị của doanh nghiệp là gì, mà chỉ là khuyên chúng ta nên mua công ty ở mức giá chênh lệch đáng kể (biên độ an toàn) trong một loạt các khả năng giá trị.

Nhưng có một điều mà các nhà nghiên cứu phương pháp của Buffett chưa nghĩ tới đó là mức lợi nhuận thu về khi phân tích đúng các công ty kỹ thuật cao hơn mức phạt khi gặp phải rủi ro. Phân tích mỗi chứng khoán như một doanh nghiệp, xác định giá trị của doanh nghiệp và đòi hỏi biên độ an toàn cao hơn trong giá mua để giảm tỷ lệ rủi ro kinh tế là tất cả những gì chúng ta phải làm.

Chúng ta không nên quên rằng trong nhiều năm, những người tán thành phương pháp đầu tư của Warren Buffett đã lựa chọn và áp dụng nó vào những mảng thị trường chứng khoán khác nhau. Một số nhà đầu tư nổi bật mua chứng khoán không có trong danh mục đầu tư của Berkshire. Những người khác mua chứng khoán vốn hóa nhỏ hơn. Còn một số ít lại đưa ra phương pháp của Buffett ra thị trường quốc tế và mua các chứng khoán của nước ngoài. Kết luận quan trọng đó là: Chúng ta có thể áp dụng phương pháp đầu tư của Buffett vào tất cả các lĩnh vực kinh doanh, bất kể là ngành công nghiệp, thị trường vốn hay các ngành kinh doanh nào khác.

Từ khi trở thành một bộ phận của công ty quản lý vốn Legg Mason vào năm 1998, quỹ của tôi đã trải qua một giai đoạn đầu tư thành công nổi bật. Thành công đó không phải là do phương pháp hay quy trình đầu tư thay đổi, mà do phương pháp và quy trình đầu tư này đã được áp dụng vào những danh mục chứng khoán rộng hơn. Khi các nhà quản lý danh mục đầu tư và các nhà phân tích sẵn sàng nghiên cứu tất cả các loại hình kinh doanh, và không để ý tới sự phân loại các ngành công nghiệp, thì cơ hội khai thác những công ty định giá sai định kỳ trên thị trường ngày càng mở rộng, và chuyển cơ hội đó thành lợi nhuận cho các cổ đông của chúng tôi.

Điều này không có nghĩa là chúng tôi không có những năm, những quý hay những tháng tồi tệ. Nó chỉ đơn giản là khi bạn tính tổng những lần chúng tôi thua lỗ trên thị trường trong một giai đoạn nào đó, lượng tiền thua lỗ đó nhỏ hơn tiền lãi chúng tôi kiếm được trên thị trường.

Xét theo khía cạnh này, thành tích của quỹ không khác nhiều so với những danh mục đầu tư tập trung. Bạn hãy nhìn lại hoạt động của Charlie Munger, Bill Ruane, và Lou Simpson. Mỗi người đều đạt được thành công suất sắc trong dài hạn nhưng cũng phải trải qua những giai đoạn hoạt động không hiệu quả ngắn hạn. Mỗi người đều sử dụng một phương pháp định giá doanh nghiệp để xác định xem liệu chứng khoán có bị định giá sai hay không. Mỗi người đều điều hành một danh mục đầu tư tập trung có doanh thu thấp. Phương pháp họ sử dụng giúp họ đạt được kết quả tốt trong dài hạn với chi phí chệch hướng tiêu chuẩn cao hơn.

Nhà chiến lược hàng đầu của công ty quản lý vốn Legg Mason, Michael Mauboussin đã tiến hành nghiên cứu các quỹ tương hỗ hoạt động tốt nhất từ năm 1992 tới năm 2002. Ông chọn những quỹ do một người quản lý trong suốt giai đoạn, có tài sản ít nhất là 1 tỷ đô la, và vượt qua chỉ số S&P 500 trong giai đoạn 10 năm. Có 31 quỹ tương hỗ đã lọt vào danh sách.

Sau đó ông xem xét phương pháp mà mỗi nhà quản lý sử dụng để thành công trên thị trường, và đưa ra bốn tiêu chí khiến những nhóm này tách ra khỏi phần lớn các nhà quản lý quỹ khác:

1. Doanh thu danh mục đầu tư: Nói chung, các quỹ tương hỗ thành công trên thị trường có tỷ suất doanh thu trung bình khoảng 30%. Điều này hoàn toàn trái ngược với lợi nhuận của tất cả các quỹ chứng khoán -110%.

2. Danh mục đầu tư tập trung: Những người thành công hơn trong dài hạn có xu hướng chọn danh mục đầu tư tập trung hơn là các chỉ số hay các quỹ chứng khoán thông thường. Trung bình một quỹ tương hỗ hoạt động hiệu quả sẽ sử dụng 37% tài sản vào các công ty hàng đầu.

3. Phong cách đầu tư: Đa số những nhà kinh doanh trên thị trường theo đuổi phương pháp giá trị nội tại để lựa chọn chứng khoán.

4. Vị trí địa lý: Chỉ một bộ phận nhỏ các nhà nhà đầu tư nổi tiếng đến từ trung tâm tài chính ở bờ biển Đông, New York hay Boston. Hầu hết những người thành công nhất lại xây dựng sự nghiệp ở các thành phố như Chicago, Thành phố Salt Lake, Memphis, Omaha, và Baltimore. Michael cho rằng có lẽ việc thoát khỏi tốc độ phát triển quá nhanh chóng ở New York và Boston đã giảm bớt những hành động quá khích tràn ngập ra quá nhiều danh mục đầu tư quỹ tương hỗ.

Chiến lược đầu tư chú trọng vào các vụ đánh cược tập trung, doanh thu thấp và quy trình lựa chọn chứng khoán chậm dựa trên việc tìm ra giá trị nội tại của chứng khoán là mối đe dọa chung cho việc đầu tư hiệu quả, dù là của những nhà đầu tư siêu hạng như Graham và Dodds, Buffett và những người điều hành các quỹ mà nghiên cứu của Michael đã chỉ ra.

Tuy nhiên, phần lớn các nhà quản lý quỹ vẫn tiếp tục thua lỗ trên thị trường chứng khoán. Một vài người tin rằng đây là bằng chứng của hiệu quả thị trường. Có lẽ với sự cạnh tranh khốc liệt giữa các nhà quản lý tiền bạc, chứng khoán sẽ được định giá chính xác hơn. Điều này cũng có phần đúng. Chúng ta tin rằng thị trường trở nên hiệu quả hơn, và có nhiều cơ hội tìm kiếm lợi nhuận cao hơn từ thị trường chứng khoán bằng cách sử dụng các kỹ thuật đơn giản để xác định giá trị. Chắc chắn không ai còn tin rằng thị trường sẽ cho phép bạn kiếm được lợi nhuận chỉ bằng cách tính tỷ lệ P/E.

Các nhà phân tích hiểu rằng những thay đổi cơ bản biểu hiện trong các mô hình kinh doanh sẽ có thể tìm ra những giá trị bất thường xuất hiện trên thị trường. Họ sẽ có quan điểm khác thị trường về sự tồn tại và tầm quan trọng của khả năng thu lợi nhuận của công ty. Bill Miller đã nói: “Không phải vì không tán thành cách quản lý tiền tệ chủ động mà chỉ số chứng khoán S&P 500 đánh bại các nhà quản lý tiền tệ chủ động. Nguyên nhân là do chỉ số này phản đối phương pháp mà hầu hết các nhà quản lý tiền tệ chủ động sử dụng”.

Đã hơn 20 năm kể từ lần đầu tiên tôi đọc báo cáo thường niên của Berkshire Hathaway. Thậm chí ngay cả bây giờ, khi tôi nghĩ về Warren Buffett và phương pháp của ông, tôi vẫn thấy tràn ngập vui sướng và thích thú. Tôi tin chắc đây là phương pháp đúng đắn và nếu được áp dụng nhất quán, nó sẽ tạo ra lợi nhuận trên trung bình trong dài hạn. Chỉ cần quan sát các nhà quản lý tiền tệ nổi tiếng nhất hiện nay, chúng ta có thể thấy rằng tất cả đều sử dụng phương pháp của Warren Buffett dưới các dạng khác nhau.

Mặc dù các công ty, các ngành công nghiệp, các thị trường và nền kinh tế sẽ luôn thay đổi nhưng giá trị của phương pháp đầu tư Warren Buffett sẽ tồn tại mãi mãi với thời gian. Với bất kỳ điều kiện nào, các nhà đầu tư có thể áp dụng phương pháp của Buffett để lựa chọn chứng khoán và quản lý danh mục đầu tư của mình.

Những năm 1950, 1960 khi Buffett bắt đầu quản lý tiền tệ, ông đã coi chứng khoán như một doanh nghiệp và áp dụng phương pháp quản lý danh mục đầu tư tập trung. Những năm 1970 và 1980 khi ông đưa thêm một ngành kinh doanh mới mẻ là nhượng quyền kinh doanh vào danh mục đầu tư, ông vẫn coi chứng khoán là doanh nghiệp và quản lý các danh mục đầu tư tập trung. Cũng tương tự như vậy, khi Bill Miller mua các công ty kỹ thuật và nhà cung cấp dịch vụ

Internet cho quỹ giá trị của mình vào những năm 1990 và nửa đầu thập kỷ này, Buffett vẫn coi coi chứng khoán là doanh nghiệp và quản lý các danh mục đầu tư tập trung.

Liệu những công ty được mua vào những năm 1950 có khác biệt với những công ty mua vào những năm 1980 hay không? Có. Liệu những công ty được mua vào những năm 1960 có khác biệt với những công ty mua vào những năm 1990 hay không? Dĩ nhiên là có. Các doanh nghiệp đã thay đổi, công nghiệp phát triển, và sự cạnh tranh của thị trường cho phép các vụ nhượng quyền kinh doanh mới ra đời trong khi những loại hình khác ngày càng lụi tàn hơn. Sự phát triển liên tục của các thị trường và công ty giúp các nhà đầu tư nhận ra có một phương pháp đầu tư vẫn thiết thực ngay cả khi họ không thể tránh khỏi những ảnh hưởng của quá trình chuyển đổi.

Tại đại hội thường niên của Berskhire năm 2004, một cổ đông đã hỏi Warren rằng nếu nhìn lại, ông có thay đổi bất cứ điều gì trong phương pháp của ông không. Ông trả lời: “Nếu chúng ta phải tiến hành lại một lần nữa, tôi vẫn sẽ làm theo đúng con đường đó. Chúng ta đọc mọi thứ về nội bộ các doanh nghiệp và các ngành công nghiệp. Hệ thống đầu tư của chúng ta sẽ được mở rộng hơn hiện tại rất nhiều với lượng vốn ít hơn đáng kể. Tôi sẽ tiếp tục học hỏi các nguyên tắc cơ bản từ những vụ đầu tư thành công như của Ben Graham, chịu ảnh hưởng của Charlie và Phil Fisher khi lựa chọn những doanh nghiệp hiệu quả hơn”. Ông dừng lại trong giây lát rồi nói tiếp: “Trong quan điểm của tôi không có gì khác biệt về việc phân tích chứng khoán ngày hôm nay so với 50 năm trước đây”.

Chẳng có gì khác biệt dù là năm năm, 10 năm hay thậm chí 20 năm sau đi chăng nữa. Sự thay đổi của thị trường giá cả, môi trường kinh tế, các ngành công nghiệp liên tục diễn ra. Một nhà đầu tư thông minh sẽ thay đổi hành vi của họ theo từng ngày để thích ứng với bối cảnh mới. Tuy nhiên, cái không bao giờ thay đổi chính là nền tảng.

Những người theo đuổi con đường của Buffett vẫn sẽ phân tích chứng khoán (và công ty) dựa trên những nguyên lý giống như vậy. Họ sẽ vẫn duy trì danh mục đầu tư tập trung; và sẽ không quan tâm đến sự biến động, suy giảm, và tác động. Giống như tôi, họ tin rằng những nguyên lý này từng chỉ đường cho những quyết định đầu tư của Warren Buffett trong 60 năm qua thực sự sẽ tồn tại mãi mãi, và tạo cơ sở cho những ý tưởng đầu tư đáng tin cậy mà tất cả chúng ta có thể phát triển.

LỜI CẢM ƠN

Đầu tiên tôi muốn gửi lời cám ơn trân trọng nhất đến Warren Buffett vì những bài học của ông. Đặc biệt, ông đã cho phép tôi sử dụng những tư liệu có bản quyền. Những điều Warren nói gần như không thể hoàn thiện hơn được nữa. Cuốn sách này trở nên hay hơn vì có thể sử dụng những từ ngữ của bản thân ông thay vì đem đến cho các bạn những lời diễn giải dài dòng.

Tôi cũng muốn cám ơn Charlie Munger vì đóng góp của ông trong nghiên cứu về đầu tư. Những ý tưởng của ông về "Tâm lý phán đoán sai" và "Những mô hình trí tuệ dạng mắt cáo" thực sự rất quan trọng và tất cả mọi người nên nghiên cứu chúng. Chúng tôi cũng đánh giá cao những cuộc trò chuyện sâu sắc và những lời khích lệ, ủng hộ ban đầu của ông.

Trong việc phát triển các kỹ năng đầu tư của tôi, không ai quan trọng hơn Bill Miller khi giúp tôi chuyển từ lý thuyết sang thực tiễn. Bill là người bạn và là người thầy tài năng của tôi trong suốt hơn hai mươi năm. Sự giúp đỡ của ông thật không gì sánh được. Với tư cách là Giám đốc Điều hành công ty Quản lý vốn Legg Mason, Bill đã hướng dẫn cho tôi cách làm thế nào để áp dụng phương pháp của Warren Buffett cho tất cả các công ty, bao gồm cả những công ty gia nhập các ngành Kinh tế mới. Điều thật sự khiến tôi thích thú đó là Bill không chỉ là một người bạn, một người thầy mà còn là một người đồng nghiệp

Tôi cũng may mắn được làm việc trong một môi trường khuyến khích và phát triển việc quản lý trí tuệ. Và do đó, tôi muốn cảm ơn tất cả những bạn đồng nghiệp của tôi tại Legg Mason gồm có Nancy Dennin, Mary Chris Gay, Ernie Kiehne, Kyle Legg, Ira Malis, Michael Mauboussin, Jenifer Murphy, David Nelson, Randy Befumo, Scot Labin, Jay Leopold, Samatha McLemore, Mitchell Penn, Dale Wettflauer, và Jean Yu.

Trong nhiều năm, tôi đã được lợi rất nhiều khi chia sẻ về Warren Buffett trong các buổi nói chuyện với rất nhiều người tài giỏi như Bob Coleman, Tom Russo, Chris Davis, David Winters, Jamie Clark, Bill Ruane, Bob Goldfarb, Lou Simpson, Ajit, Lisa Rapuano, Alice Schroeder, Chuck Akre, Al Barr, David Braverman, Wally Weitz, Mason Hawkins, Larry Pidgeon, và Ed Thorp.

Một số người đã hỗ trợ tôi rất nhiều trong việc nghiên cứu những phần của cuốn sách. Xin cám ơn Justin Green, Joan Lamm -Tennant, Pat Shunk, Michael Levitan, Steward Davis, Mary Mclaugh, John Rothchild, Jack Bogle, Pil Fisher, Ken Fisher, và Ed Halerman.

Trong nhiều năm, tôi có vinh dự được làm việc cùng với các nhà văn đều là những người am hiểu về Buffett theo cách riêng của họ. Tôi đặc biệt gửi lời cám ơn tới Andy Kilpatrick, nhà sử

gia chính thức về Berkshire Hathaway trong tâm trí tôi. Cám ơn Roger Lowenstein, Henry Emerson, Janet Lowe, Carol Loomis, và Larry Cunningham.

Có ba người phụ nữ tài năng và vô cùng tài giỏi đã giúp đỡ tôi rất nhiều trong khi viết cuốn sách này, mỗi người đóng góp một phần nghiên cứu và phát triển bản thảo. Cám ơn Ericka Peterson, Cathy Coladonato, và Victoria Larson.

Trong số tất cả những người kể trên, không ai tôi cảm thấy biết ơn nhiều như nhà văn Maggie Stuckey. Mặc dù chúng tôi làm việc ở hai đầu châu lục nhưng Maggie có khả năng thấu hiểu những suy nghĩ của tôi và biết chính xác tôi muốn truyền đạt điều gì trước cả khi tôi nói ra. Bà là chuyên gia đã cống hiến công sức không biết mệt mỏi để hoàn thành cuốn sách này. Tôi thật may mắn khi có bà giúp đỡ.

Mối quan hệ của tôi với John Wiley & Sons luôn rất tốt đẹp. Người bạn và biên tập viên của tôi là Myles Thompson đã rất am hiểu về cuốn sách Phong cách đầu tư Warren Buffett khi chưa có ai từng nghe đến nó và chưa có bản sao nào được bán. Cám ơn Myles. Tôi cũng muốn gửi lời cám ơn tới Joan O'Neil, Pamela van Giessen, Mary Daniello, và các chuyên gia về xuất bản khác ở John Wiley vì sự quan tâm và chú ý của họ tới những bài viết về Warren Buffett của tôi.

Tôi thật sự mắc nợ nhân viên của tôi, Laurie Harper ở văn phòng Sebastian Literary. Laurie là một người đặc biệt. Cô làm việc trung thực, với sự trung thành, chính trực, thông minh và luôn làm hài lòng người khác. Tôi không thể có một người phụ tá đắc lực hơn được. Lời cám ơn muộn tôi muốn dành cho Michael Cohn vì đã tạo cơ hội cho một nhà văn khởi nghiệp mười năm trước đây.

Bất cứ ai từng viết một cuốn sách đều biết rằng họ phải dành rất nhiều thời gian làm việc một mình thay vì dành thời gian cho gia đình. Maggie, vợ tôi đã luôn luôn dành tình cảm và ủng hộ tôi. Ngày đầu tiên tôi nói với cô rằng tôi sẽ viết cuốn sách này, cô đã mỉm cười và thuyết phục tôi rằng tôi có thể làm được. Trong nhiều tháng tiếp theo, cô đã chăm sóc gia đình để tôi có nhiều thời gian sáng tác. Tình yêu vô tận dành cho các con của tôi, Kim, Robert, và John và vợ tôi nữa, những người làm tất cả những gì có thể để giúp tôi. Mặc dù họ nằm cuối danh sách này, nhưng họ mãi mãi là những người quan trọng nhất trong trái tim tôi.

Vì tất cả những điều tốt đẹp và đúng đắn mà cuốn sách đem lại, các bạn có thể biết ơn những người mà tôi đề cập trên đây. Tôi xin chịu trách nhiệm về những lỗi và thiếu sót của cuốn sách này.

Chia sẻ ebook : http://downloadsach.com/

Follow us on Facebook : https://www.facebook.com/caphebuoitoi